
Recenzje

*Dorota Wiśniewska**

**Magdalena Szyszko,
*Oczekiwania inflacyjne w polityce pieniężnej.
Zarządzanie z wykorzystaniem prognoz inflacji,
Wydawnictwo Difin, wyd. 1, Warszawa 2016***

Współcześnie duże znaczenie przypisuje się roli oczekiwań inflacyjnych jednostek (podmiotów gospodarczych i osób fizycznych) w procesach cenotwórczych (choć zdania na temat racjonalności oczekiwań mogą być podzielone). W sytuacji, gdy banki centralne (BC) realizują strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, pomiar i analizę oczekiwań, jak również możliwość oddziaływania na nie, uznaje się za kluczowe dla prowadzenia skutecznej (wiarygodnej) polityki pieniężnej. Można śmiało stwierdzić, że właśnie tym ważnym zagadnieniom poświęcona jest recenzowana publikacja.

W monografii oczekiwania inflacyjne (przede wszystkim konsumentów, ale również przedsiębiorstw i rynków finansowych) są traktowane w sposób swoisty: są one analizowane w zestawieniu z prognozami inflacji publikowanymi przez banki centralne 7 krajów: Czech, Polski, Rumunii, Węgier, Norwegii, Szwecji i Wielkiej Brytanii od momentu, gdy banki rozpoczęły publikacje prognoz inflacji (czyli najwcześniej od 1998 roku w Anglii, a najpóźniej od sierpnia 2005 roku w przypadku Rumunii) do końca 2014 roku. Autorka zakłada, zgodnie ze współczesnymi koncepcjami polityki monetarnej, że prognoza inflacji jest podstawowym narzędziem banku centralnego, dzięki któremu może on wpływać na oczekiwania uczestników życia gospodarczego, czy (jak się określa) może „zarządzać oczekiwaniami inflacyjnymi” (stąd tytuł monografii). Przeprowadzone badanie empiryczne ma na celu

* Dr Dorota Wiśniewska jest adiunktem w Katedrze Ekonometrii Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

ustalenie, czy (a właściwiej: w jak dużym stopniu) prognozy publikowane przez banki centralne mają w rzeczywistości wpływ na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Oczywiste jest, że nie tylko publikowane prognozy inflacji powinny mieć wpływ na oczekiwania inflacyjne. Już wobec faktu, że banki centralne przyjmują strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, ważne jest samo określenie tego celu, mające stanowić kotwicę dla oczekiwań inflacyjnych. Zakładając natomiast podstawowe zrozumienie mechanizmów oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej, nie bez znaczenia powinny pozostawać również decyzje komitetu monetarnego w zakresie poziomu stóp procentowych. Z tego względu w pracy spróbowano również zweryfikować, czy istnieje zależność między ścieżką stóp procentowych, publikowaną przez BC, a oczekiwaniami konsumentów.

Co więcej, oprócz pomiaru siły zależności, Autorka stara się zweryfikować hipotezę, że różną w poszczególnych krajach siłę współzależności między kierunkami zmian oczekiwań inflacyjnych i kierunkami zmian centralnych prognoz inflacji można uzasadnić. Po pierwsze, siła zależności powinna być tym wyższa, im wyższe są uzyskane przez BC oceny wiarygodności prowadzonej przez nie polityki pieniężnej. Po drugie, siła zależności powinna być powiązana z kwestiami związanymi z opracowywaniem, upublicznianiem i stopniem wykorzystania przez komitety monetarne prognoz inflacji, w tym częstotliwość i zakres projekcji BC. Innymi słowy, oprócz podniesienia znaczenia wiarygodności BC, w monografii wyraźnie sformułowano hipotezę, że siła zależności oczekiwań inflacyjnych od centralnych prognoz inflacji zależy pozytywnie od stopnia konsekwencji banku centralnego w stosowaniu celowania w prognozę inflacji (*inflation forecast targeting, IFT*)¹.

Nie bez powodu recenzję tej książki zaczynam od opisu celu badań empirycznych i hipotez badawczych. Uważam bowiem, że właśnie w części empirycznej można wskazać najwięcej atutów monografii, w tym zakres i pracowitość podjętych prac oraz oryginalność przyjętych rozwiązań metodologicznych. Część empiryczna stanowi również element odróżniający tę monografię od innych opracowań związanych z koncepcjami współczesnej polityki pieniężnej. Zanim przedstawię szczegóły dotyczące zakresu i metody badania, wypada jednak, chociaż krótko, przedstawić strukturę monografii. Po prezentacji treści poszczególnych rozdziałów łatwiej będzie sformułować ewentualne uwagi, co w gruncie rzeczy jest obowiązkiem recenzenta.

¹ Celowanie w prognozę jest jedną z koncepcji strategii BCI, sformułowaną przez L.E.O. Svenssona w 1996 roku. Zgodnie z tą koncepcją, najogólniej, komitety monetarne powinny wykorzystywać prognozy inflacji ustalone dla określonego horyzontu czasowego przy podejmowaniu decyzji dotyczących stóp procentowych. Ewolucję tej idei przedstawiono w K. Tura, *Projekcja inflacji banku centralnego*, Diffin, Warszawa 2015.

Pierwszy rozdział to syntetyczny opis genezy współczesnej teorii monetarnej. Znajdziemy tu krótki przegląd poglądów na skuteczność polityki pieniężnej i możliwości realizacji celów ogólnogospodarczych, poczynając od szkoły keynesowskiej i monetarnej, poprzez nową szkołę klasyczną, szkołę realnego cyklu koniunkturalnego, nową szkołę keynesowską, a kończąc na nowej syntezie neoklasycznej, zgodnie z którą stabilizowanie inflacji powinno być celem priorytetowym polityki pieniężnej. Przedstawiono również krytykę i ścieżki rozwoju nowej syntezy neoklasycznej, wskazując jednocześnie przykładowe badania empiryczne poświęcone tej koncepcji. Niestety, zwykle tak jest, że próba bardzo syntetycznego przedstawienia skomplikowanych koncepcji teoretycznych odbija się negatywnie na jasności wywodów i braku zdefiniowania pewnych kluczowych pojęć.

Rozdział drugi poświęcony jest koncepcjom teoretycznym na temat sposobu formułowania oczekiwań inflacyjnych, w tym teorii epidemiologicznych oczekiwań, która uzasadnia podjętą w badaniach próbę ustalenia możliwych opóźnień. Co ważne, w rozdziale tym dokonano przeglądu metod pomiaru oczekiwań inflacyjnych, w sposób szczegółowy traktując metodę bezpośrednią, to jest badania ankietowe. Autorka pokazuje, jak oczekiwania poszczególnych respondentów, zagregowane w postaci procentowej struktury odpowiedzi na pytanie o kierunek i zakres możliwych w określonym horyzoncie czasu zmian cen, mogą zostać skwantyfikowane, aby uzyskać jeden miernik, będący szacunkiem oczekiwań inflacyjnych w badanej zbiorowości². W sposób klarowny przedstawia zastosowaną w dalszej części pracy skorygowaną metodę Carlsona-Parkina, która umożliwia ustalenie, jaka jest oczekiwana roczna procentowa zmiana poziomu cen. Z obowiązku zauważę tylko dwa błędy w oznaczeniach: na str. 53 powinno być: „jeżeli oczekiwana zmiana cen zawiera się w przedziale $(-l, l)$ ”, a na str. 55 powinno być: „ s i l – parametry opisujące przedziały wrażliwości”.

Rozdział trzeci rozwija wątek możliwości zarządzania oczekiwaniami inflacyjnymi w powszechnie stosowanej przez BC strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Przedstawiono w nim główne elementy strategii i ich związek z możliwością oddziaływania na oczekiwania. Podkreślono znaczenie komunikacji BC z otoczeniem, sposobu sygnalizowania intencji banku w procesie oddziaływania na oczekiwania. Opisano znane definicje przejrzystości banku oraz wady i zalety wysokiego stopnia otwartości BC, na podstawie szerokiego przeglądu literatury. Na koniec dowiemy się, od kiedy 7 banków, wybranych do analizy, wprowadziło strategię BCI, w jaki sposób określają one cel inflacyjny oraz poznamy inne elementy ich strategii, w tym te, które mogły nie sprzyjać oddziaływaniu na oczekiwania.

² Jako ekonometryk muszę zauważyć, że uzyskaną ocenę oczekiwanej inflacji w monografii określa się jako oczekiwaną inflację, co oczywiście nie jest tym samym. Ale rozumiem, że takie nazewnictwo stosuje się również w praktyce dla uproszczenia.

Rozdział kolejny, czwarty, przedstawia rodzaje prognoz inflacji, jakie mogą być publikowane przez banki centralne, a także najważniejsze argumenty w dyskusji naukowej nad optymalnym zakresem ogłaszanych informacji (i otwartością w kwestii systemu prognostycznego w BC), w tym potencjalne korzyści i zagrożenia związane z publikowaniem ścieżki stóp procentowych, która jest spójna z prognozą inflacji. Bliżej przedstawiono również koncepcję celowania w prognozę, zgodnie z którą (najogólniej) komitet monetarny powinien podejmować decyzje zgodne z prognozą inflacji. Na koniec M. Szyszko przedstawia bardzo krótki opis systemów prognozowania inflacji w badanych krajach – niestety, podobnie jak w rozdziale pierwszym, próba streszczenia skomplikowanego tematu kończy się tym, że czytelnik ma więcej pytań niż odpowiedzi. Z drugiej strony szczegółowy opis systemów prognostycznych nie był celem Autorki, więc pozostaje mi co najwyżej polecić spośród polskojęzycznych szersze opracowania tego tematu³.

Rozdział piąty monografii ma bardzo dużą wagę, bowiem Autorka przedstawia w nim i stosuje autorską propozycję pomiaru stopnia realizacji przez bank centralny koncepcji celowania w prognozę, co zasługuje na docenienie i uwagę. Zaproponowany miernik IFT ma, pod względem technicznym, podobną konstrukcję jak indeks Eijffingera-Geraats transparentności banku centralnego. Jest *de facto* modyfikacją innego miernika, również zaproponowanego przez Autorkę (w innej publikacji⁴) – miernika przejrzystości systemu prognozowania inflacji. W przypadku ustalania wartości wskaźnika IFT bank centralny zostaje oceniony w kilku płaszczyznach, w tym w płaszczyźnie wykorzystania prognoz inflacji (czy decyzja jest zgodna z projekcją inflacji, kiedy została podjęta i czy powołano się na prognozę w momencie ogłoszenia decyzji). W każdej płaszczyźnie bank otrzymuje ocenę częściową (liczbę punktów), które to oceny służą do ustalenia wartości miernika IFT. Nie chcąc pomniejszać wagi i oryginalności tego autorskiego pomysłu, sugeruję jednak, by Autorka dla jasności wskazała (w kolejnych edycjach), że miernik powstaje poprzez skumulowanie wyników częściowych, a nie uśrednienie (jak to bywa z kolei przy często stosowanych miernikach syntetycznych). Sugeruję również, by zmienić tytuły schematów 9 i 10 ze „Zgodność decyzji z prognozą warunkową/bezwarunkową” na „Pomiar zgodności....”.

W rozdziale piątym Autorka przedstawia również uzyskane w badaniu empirycznym wartości wskaźnika IFT, wskaźnika przejrzystości systemu prognostycznego w badanych bankach oraz miernika zgodności decyzji z prognozą. Doceniając nakład potrzebnej pracy (analizą objęto, w zależności od banku, od 33 do 82 momentów opublikowanych prognoz i zachowań komitetów monetarnych), muszę

³ Przykładowo: K. Tura, *Projekcja inflacji...*, *op. cit.*

⁴ M. Szyszko, *Przejrzystość systemów prognozowania inflacji*, [w:] *Polityka pieniężna wobec wyzwań współczesnych gospodarek*, (red.) M. Szyszko, tom 56, nr 5, Wydawnictwo Naukowe WSB w Poznaniu, Poznań 2014.

zwrócić uwagę, że sposób i zakres prezentacji wyników pozostawiać może niedosyt. Przede wszystkim Autorka przedstawia tylko średnią wartość wskaźnika IFT uzyskanego w okresie badawczym (i innych mierników)⁵. Tymczasem zagadnienie jest na tyle ciekawe, że powstają pytania o zmienność wskaźnika i tendencję rozwojową w poszczególnych bankach. Podobna uwaga nasuwa się również podczas lektury kolejnego, ostatniego rozdziału, a dotyczy sposobu i zakresu prezentacji wyników pomiaru wiarygodności banków. W części metodycznej Autorka opisuje trzy zastosowane mierniki wiarygodności analizowanych banków; niestety, prezentacja wyników sprowadza się tylko do podania ich średnich wartości dla poszczególnych banków. Jeśli ze względu na zmienność wyników szczegółowych zdecydowano się na uśrednianie, to może warto rozważyć średnią kroczącą, by zidentyfikować ewentualne tendencje.

Pozostając jeszcze przy kwestii prezentowanych i ustalanych wskaźników wiarygodności, pozwolę sobie na uwagę, że wskaźniki te mogły być prezentowane razem z innymi wskaźnikami w rozdziale piątym, a nie w rozdziale szóstym, który skupia się już na pomiarze i analizie siły zależności między prognozami inflacji a oczekiwaniami. Ponadto muszę się nieco krytycznie odnieść do poczynionych w monografii interpretacji dotyczących wskaźnika W3 (str. 137). Jego wartość zależy od bezwzględnej różnicy między zrealizowanym poziomem inflacji a celem inflacyjnym banku centralnego, a zależność tę opisuje funkcja wykładnicza z ujemną stopą wzrostu (moduł wspomnianej różnicy jest argumentem funkcji). Autorka pisze, że przy wysokich wartościach argumentu funkcji wartość tego miernika wiarygodności spada szybciej niż przy niskich wartościach argumentu – jest jednak dokładnie na odwrót: jeżeli różnica między rzeczywistą inflacją a poziomem zakładanym przez bank centralny powiększa się z poziomu 1 p.p. do poziomu 2 p.p., to ma to ogromny wpływ na wartość miernika wiarygodności: spada on z poziomu 60,7 do 36,8. Tymczasem, czysto teoretycznie, w przypadku nieefektywnie prowadzonej polityki pieniężnej, gdy różnica między CPI a zakładanym celem jest duża i zwiększa się z 5 p.p. do 6 p.p., to miernik wiarygodności przyjmuje niską wartość i spada z poziomu 8,2 do około 5.

Autorka wyraźnie stwierdza, że bank centralny można uznać za wiarygodny „gdy wartość wskaźnika mieści się w przedziale od 0 do 1”. Tymczasem łatwo sprawdzić, że zastosowany miernik nie może przyjąć wartości spoza tego przedziału – czy zatem każdy bank zawsze można uznać za wiarygodny? Jestem przekonana, że doszło tu do niezamierzonej nieścisłości rozważań – Autorka pisząc o wskaźniku W3, nie próbuje ustalić, jaki powinien osiągać poziom ten wskaźnik, lecz jakiego poziomu nie powinna przekraczać różnica między celem inflacyjnym a osiągniętym poziomem CPI.

⁵ Dodatkowo warto krótko wyjaśnić, jak ustala się procentową wartość mierników, ponieważ nie musi to być oczywiste dla czytelnika.

Autorka pisze, że zastosowany miernik wiarygodności jest modyfikacją wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej zaproponowanego pierwotnie przez Kia i Patróna, nie precyzując jednakże, kto jest autorem tej modyfikacji.

Rozdział szósty, podobnie jak rozdział piąty, ma charakter metodyczno-empiryczny. Przedstawiono w nim metodę badania siły współzależności między oczekiwaniami inflacyjnymi a prognozami inflacji oraz przeprowadzono dodatkową analizę uzyskanych wyników w celu ustalenia, czy siłę zależności można merytorycznie wyjaśnić na tle uzyskiwanych przez banki mierników: miernika IFT, miernika zgodności decyzji komitetu monetarnego z prognozą oraz miernika wiarygodności.

Należy wyraźnie podkreślić i docenić fakt, że przeprowadzenie badań empirycznych wymagało od Autorki żmudnej pracy z materiałami źródłowymi – publikacjami o, niestety, różnej częstotliwości, co wiązało się z opracowaniem kompromisowych rozwiązań. Praca ta była konieczna, by stworzyć szeregi czasowe danych, które mogą być poddane analizie ilościowej. W zakresie prognoz inflacji informacje pobrano z *Raportów o inflacji*, a że sposób publikacji prognoz inflacji nie jest jednaki w czasie i w poszczególnych bankach, Autorka słusznie wprowadza jednolity sposób kwantyfikacji (kodowania) tych prognoz (w zależności od położenia ścieżki centralnej względem celu inflacyjnego). Kodowaniu poddano również ścieżkę stóp procentowych zgodną z prognozą inflacji.

Informacje dotyczące oczekiwań inflacyjnych uzyskano z różnych źródeł, bowiem badano oczekiwania w podziale na konsumentów, przedsiębiorstwa i rynki finansowe. Cechą wyróżniającą tę monografię jest skupienie się na konsumentach. Dane o oczekiwaniach tej grupy w przypadku większości krajów pozyskano z regularnych, comiesięcznych sondaży *European Business and Consumers Survey*, zleczanych przez Komisję Europejską. Co ważne, wyniki sondaży zostały również skwantyfikowane – posłużono się wspomnianą już skorygowaną obiektywizowaną metodą probabilistyczną Carlsona-Parkina. Warto ten fakt podkreślić, gdyż jest to spory wkład własny Autorki. Osobiście uważam, że uzyskane szacunki oczekiwań inflacyjnych konsumentów śmiało można by udostępnić w formie tabelarycznej w załączniku do wykorzystania przez innych badaczy.

Do badania zależności między szeregami skwantyfikowanych oczekiwań inflacyjnych a prognozami BC zastosowano proste, ale niebanalne mierniki nieparametryczne: współczynnik korelacji rang Spearmana, współczynnik *tau* Kendalla i współczynnik *gamma*, z których dwa ostatnie wyrażają różnicę między częstością przypadków, gdy dwie zmienne układają się w tym samym porządku (np. obie rosną), a częstością przypadków, gdy ich uporządkowanie się różni. Choć ekonometryk odczuwa niedosyt, bowiem współczynniki te nie mierzą ilościowych relacji między zmiennymi, to jednak takie podejście ma zaletę – mierniki są intuicyjne i znajdują zrozumienie u szerokiego grona czytelników. W przypadku każdego miernika zastosowano oczywiście odpowiedni test statystyczny w celu oceny jego istotności.

Osoby zainteresowane tematem na pewno stawiają sobie pytanie o wyniki analiz. Nie opiszę ich jednak, aby zachęcić do osobistego zapoznania się z recenzowaną monografią. Zdradzę tylko, że są ciekawe i miejscami zaskakujące. Niestety, po zapoznaniu się z nimi ponownie odczułam niedosyt. Autorka słusznie wskazuje w rozdziałach teoretycznych na dwukierunkową zależność między oczekiwaniami inflacyjnymi a prognozami inflacji. Ta dwukierunkowość wynika z dwóch faktów, z jednej strony oczekiwania inflacyjne stanowią zmienną objaśniającą w modelach stosowanych do prognozowania inflacji, ale z drugiej strony poprzez publikowanie prognoz inflacji BC ma oddziaływać na oczekiwania. W badaniach empirycznych skoncentrowano się jednak na zależności jednokierunkowej: zbadano, czy istnieje zgodność między kierunkiem zmian prognoz inflacji w okresie t a kierunkami zmian oczekiwań inflacyjnych zaobserwowanych w okresie t i kolejnych miesiącach ($t+1, t+2, \dots$), tj. aż do momentu kolejnej projekcji banku centralnego. Nie zbadano natomiast, czy kierunek zmian prognoz inflacji z okresu t jest zgodny z kierunkiem zmian oczekiwań inflacyjnych zaobserwowanych w okresach poprzednich.

Ponadto, bardzo wiele wyników zamieszczono w załączniku, a w rozdziale ograniczono się do przedstawienia uzyskanych wartości współczynnika *gamma* dla wybranego opóźnienia. Wydaje się, że Autorka zdecydowała się na zbytnią skromność tej prezentacji, ale ja znalazłam przyjemność w analizie tych „porzuconych” na dalszy plan wyników szczegółowych. Przy okazji muszę również nadmienić, że dostrzegam uzasadnienie dla ograniczenia prezentacji do wyników uzyskanych tylko dla opóźnienia $t+2$ (w tabeli 21) oraz że zauważyłam kilka błędów w oznaczaniu opóźnień (w tabeli 22 przedstawione wyniki uzyskano dla opóźnienia „ $t+3$ ”, a nie „ $t+2$ ”, dane liczbowe w tabeli 23 też wymagają korekty).

Jeśli chodzi o podjętą próbę oceny, czy siłę zależności da się wyjaśnić, pozytywnie oceniam jeden fakt: Autorka nie stara się na siłę udowodnić swoich hipotez. Przejawem tego jest pominięcie na wykresie 8 punktu reprezentującego wyniki otrzymane dla Narodowego Banku Rumunii. Gdyby ten punkt się pojawił, widoczna byłaby pozytywna relacja między wartościami współczynników *gamma* a miernikami celowania w prognozę (IFT), i stosując bezkrytycznie metody regresji można by pokazać jej istotność. Autorka jednak uznaje wyniki otrzymane dla Rumunii za nietypowe i odrzuca je z dalszej analizy, wyjaśniając to merytorycznym opisem uwarunkowań polityki pieniężnej w badanym okresie.

Podsumowując recenzowaną monografię, warto podkreślić jej najważniejsze zalety i wady. Wśród walorów wskażę:

- ❖ bardzo interesujący i ważny problem badawczy,
- ❖ ujęcie oczekiwań konsumentów (nie ograniczenie się tylko do profesjonalistów),
- ❖ przedstawienie autorskiej propozycji miernika stopnia wdrożenia przez bank centralny koncepcji celowania w prognozę (IFT),
- ❖ przedstawienie (zestawienie) ram polityki pieniężnej w analizowanych bankach,
- ❖ szeroki zakres przedmiotowy i czasowy badań empirycznych,

- ❖ poniesiony nakład pracy związanej z samodzielnym zebraniem i skwantyfikowaniem danych zawartych w materiałach źródłowych,
- ❖ nacisk na merytoryczne uzasadnienie otrzymanych wyników, a nie na eksponowanie ilości wyników szczegółowych, co na pierwszy rzut oka mogłoby dawać lepszy efekt wizerunkowy.

Wśród zalet wskażę również dużą liczbę schematów, które mają ułatwić zrozumienie przedstawianych koncepcji i procedury badawczej – choć np. tytuły niektórych z nich można by nieco zmienić⁶.

Podsumowując słabe strony, powrócę do kwestii prezentacji wyników analiz. Wydaje się, że ograniczenie się do prezentacji tylko wyników uśrednionych, bez analizy zmian wyników w czasie, ogranicza walory poznawcze monografii. Interesujące są bowiem tendencje rozwojowe, jak i kształtowanie się wyników w różnych uwarunkowaniach polityki pieniężnej, w tym w podokresie niskiej inflacji czy nawet deflacji.

Z pewnością w opracowanej przez Autorkę bazie skwantyfikowanych obserwacji tkwi jeszcze duży potencjał poznawczy. Namawiałabym do zastosowania metod ekonometrycznych⁷, w zakresie, na jaki pozwala struktura danych. Nie pominęłabym również w badaniu kwestii dwukierunkowych zależności.

Atrakcyjność podjętego problemu badawczego oraz wyraźny potencjał badawczy sprawiają, że monografia powinna być polecana przez osoby prowadzące seminaria naukowe. Znaleźć tu można szeroki przegląd literatury anglojęzycznej, na której oparto teoretyczne rozdziały monografii. Można również odnaleźć inspirację do dalszych badań.

⁶ Najwięcej zastrzeżeń mam do schematu 14, który niewiele wnosi: w przypadku każdego miernika współzależności układ hipotez jest taki sam, więc nie potrzeba dokonywać ich rozróżnienia – różne są natomiast statystyki służące do wnioskowania o istotności, których to statystyk nie zaprezentowano.

⁷ Przykładowo rozważyć można modelowanie VAR, analizę przyczynowości Grangera.