

Jan Czekał



Rola banku centralnego w oddziaływaniu na globalny popyt, ceny oraz zachowania podmiotów gospodarujących na poziomie mikroekonomicznym nie jest na ogół kwestionowana. Przedmiotem kontrowersji jest natomiast sposób tego oddziaływania. Najczęściej stawiane pytania i kontrowersje dotyczą wpływu impulsów polityki pieniężnej na zmiany cen, zmiany fizycznych rozmiarów produkcji, poziom zatrudnienia oraz opóźnień, z jakimi te impulsy wywołują zmiany wspomnianych wielkości ekonomicznych. Przez impulsy polityki pieniężnej banku centralnego należy rozumieć zmiany tych parametrów ekonomicznych, których poziom jest kształtowany przez decyzje banku centralnego. Do parametrów tych można zaliczyć: stopy procentowe, kursy walut, podaż pieniądza, stopy rezerw obowiązkowych itp. Stosowany zestaw oraz znaczenie poszczególnych instrumentów oddziaływania banku centralnego zależą od realizowanej strategii polityki pieniężnej.

W gospodarce, w której realizowana jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, podstawowym instrumentem banku centralnego są stopy procentowe. Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej w takiej gospodarce to mechanizm, za którego pośrednictwem impulsy wynikające z decyzji banku centralnego dotyczących stóp procentowych rozprzestrzeniają się w gospodarce.

Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej składa się z wielu kanałów. Do najczęściej wymienianych i omawianych należą: kanał stopy procentowej, kursu walutowego, kredytowy, kanał cen aktywów finansowych i aktywów rzeczowych (zwłaszcza nieruchomości), a także kanał oczekiwań inflacyjnych. Sposób transmisji impulsów polityki pieniężnej za pośrednictwem tych kanałów może się różnić w zależności od instytucjonalnych cech poszczególnych gospodarek i może zmieniać się wraz ze zmianami tych cech. Można zatem stwierdzić, że prowadzące politykę pieniężną władze monetarne muszą dysponować aktualną wiedzą nt. sposobu działania mechanizmu transmisji. Ponieważ polska gospodarka znajduje się w okresie szybkich zmian w sferze realnej oraz reform instytucjonalnych, można zakładać, że mamy również do czynienia z szybką ewolucją mechanizmu transmisji. Skuteczna polityka pieniężna musi zatem opierać się na empirycznie udokumentowanej wiedzy na temat działania tego mechanizmu.

W Polsce te badania są już znacznie zaawansowane, głównie w Narodowym Banku Polskim, a ich wyniki rzucają światło na temat siły reakcji oraz opóźnień pomiędzy zastosowaniem określonych instrumentów polityki pieniężnej a zmianami poziomu aktywności gospodarczej oraz cen. Wydaje się jednak, że wiedza dotycząca poszczególnych kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej jest zróżnicowana. Najbardziej zaawansowane prace poświęcone są kanałowi stopy procentowej oraz kursu walutowego. W ostatnim okresie silnie eksponowano także wpływ decyzji władz monetarnych na oczekiwania inflacyjne. W szczególności podkreślano, że podwyżki stóp procentowych mają zapobiegać powstawaniu tzw. efektów drugiej rundy.

Stosunkowo słabo zbadany jest natomiast kanał cen aktywów finansowych. Tymczasem zmiany poziomu stóp procentowych banku centralnego wywierają istotny wpływ na ceny oraz stopy zwrotu z aktywów finansowych emitowanych przez przedsiębiorstwa (zwłaszcza akcji), a w konsekwencji także na koszt kapitału niezbędnego do finansowania przedsięwzięć rozwojowych. Możliwości zbadania rzeczywistych stóp zwrotu z akcji oraz kosztu kapitału pozyskiwanego w drodze ich emisji są ograniczone ze względów informacyjnych i dotyczą zasadniczo tylko publicznego (giełdowego) rynku akcji. Rola publicznego rynku akcji w procesie finansowania inwestycji przedsiębiorstw jest w Polsce niewielka, a zatem i wpływ tego kanału na globalny popyt, lukę PKB i inflację jest prawdopodobnie słaby. Jednak badania związków pomiędzy polityką banku centralnego a sytuacją na publicznym rynku akcji mogą być pomocne w podejmowaniu decyzji przez władze monetarne. Należy bowiem podkreślić, że chociaż publiczny rynek nie stanowi znaczącego źródła zasilania przedsiębiorstw środkami służącymi finansowaniu inwestycji, można założyć, że relacje występujące na tym rynku wpływają także na koszt i dostępność kapitału dla firm nienotowanych publicznie. Problem ten wydaje się szczególnie istotny obecnie, kiedy pomimo – zdawałoby się – wyjątkowo korzystnych warunków procesy inwestycyjne w polskiej gospodarce wykazują zaskakująco słabą dynamikę wzrostu. Udzielenie odpowiedzi na pytanie: w jakim zakresie stan ten jest wynikiem prowadzonej polityki pieniężnej, a w jakim wynika z innych czynników, może mieć istotne znaczenie dla decyzji podejmowanych przez władze monetarne.

prof. dr hab. Jan Czekał
Członek Rady Polityki Pieniężnej