

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Wydział Ekonomii

Katedra Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej

Violetta Kałuzińska

Przejrzystość polityki pieniężnej wybranych banków centralnych

Rozprawa doktorska

Promotor

Prof. dr hab. Wiesława Przybylska – Kapuścińska

Poznań, 2012 r.

Spis treści

Wstęp.....	4
Rozdział 1. Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej	11
1.1. Zmiany roli, funkcji i zakresu działania banku centralnego	11
1.2. Banki centralne wobec kryzysu w światowym systemie finansowym	16
1.3. Strategia BCI	26
1.3.1. Istota strategii bezpośredniego celu inflacyjnego	26
1.3.2. Zalety i wady strategii bezpośredniego celu inflacyjnego	30
Rozdział 2. Przejrzystość polityki banku centralnego	34
2.1. Istota i rodzaje przejrzystości	36
2.2. Konsekwencje prowadzenia przejrzystej polityki pieniężnej	52
2.3. Związek przejrzystości polityki pieniężnej z niezależnością, wiarygodnością i odpowiedzialnością demokratyczną.....	59
2.3.1. Przejrzystość a niezależność.....	60
2.3.2. Przejrzystość a wiarygodność.....	61
2.3.3. Przejrzystość a odpowiedzialność demokratyczna	63
Rozdział 3. Przejrzystość w badaniach i praktyce.....	68
3.1. Przejrzystość w literaturze teoretycznej.....	68
3.2. Przejrzystość w literaturze empirycznej	71
3.3. Pomiar przejrzystości polityki pieniężnej.....	77
3.3.1. Mierniki przejrzystości instytucjonalnej.....	78
3.3.2. Mierniki przejrzystości behawioralnej.....	88
Rozdział 4. Ocena przejrzystości polityki pieniężnej wybranych krajów uprzemysłowionych	92
4.1. Charakterystyka banków centralnych wybranych krajów uprzemysłowionych – liderów przejrzystości	92
4.1.1. Bank Szwecji – Sveriges Riksbank.....	92
4.1.2. Bank Anglii – Bank of England.....	94
4.1.3. Bank Rezerw Nowej Zelandii – Reserve Bank of New Zealand	96
4.2. Podstawy metodyczne badania przejrzystości	102
4.3. Przejrzystość polityki pieniężnej w wybranych krajach uprzemysłowionych – analiza porównawcza wyników	105
4.3.1. Przejrzystość polityczna	105
4.3.2. Przejrzystość ekonomiczna.....	106
4.3.3. Przejrzystość proceduralna	107
4.3.4. Przejrzystość prowadzonej polityki	108
4.3.5. Przejrzystość operacyjna	110
4.4. Wnioski.....	111
Rozdział 5. Ocena przejrzystości polityki pieniężnej wybranych banków centralnych Europy Środkowej... ..	115
5.1. Ramy polityki pieniężnej banków centralnych Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii.....	115
5.1.1. Narodowy Bank Polski	115
5.1.2. Narodowy Bank Czech	119
5.1.3. Narodowy Bank Słowacji	120
5.1.4. Narodowy Bank Węgier	122
5.1.5. Narodowy Bank Rumunii	124

5.2. Podstawy metodyczne badania przejrzystości	131
5.3. Analiza porównawcza wyników badań nad przejrzystością polityki pieniężnej krajów E-5.....	132
5.3.1. Przejrzystość polityczna	132
5.3.2. Przejrzystość ekonomiczna.....	135
5.3.3. Przejrzystość proceduralna	139
5.3.4. Przejrzystość prowadzonej polityki	142
5.3.5. Przejrzystość operacyjna	145
Wnioski.....	149
Zakończenie	161
Bibliografia	165
Spis tabel	175
Spis schematów	177
Spis wykresów.....	178

Wstęp

Pytania dotyczące istoty dobrej polityki pieniężnej towarzyszą bankowości centralnej od początków jej powstania w XVII w. Prowadząc politykę pieniężną, bank centralny może dążyć do realizacji różnych celów. Wraz z ewolucją teorii ekonomii (stymulowanej m.in. szeregiem nowych doświadczeń i zjawisk w gospodarce) zmieniały się wyobrażenia o tym, jakie zadania należy przed bankiem centralnym stawiać i w jaki sposób najlepiej powinien je on realizować. Na przestrzeni lat zmieniały się nie tylko cele, ale także strategia i instrumenty, wykorzystywane do ich realizacji.

Po dominacji w polityce pieniężnej typowych celów ogólnogospodarczych, takich jak wzrost gospodarczy, kształtowanie stopy bezrobocia czy wielkości produkcji, przyszedł czas na powszechną akceptację tezy, iż bank centralny najlepiej przyczynia się do dobrobytu społecznego, dbając o stabilność cen. Choć w wyniku kryzysu finansowego lat 2007-2009 pojawiły się argumenty za tym, aby banki centralne dodatkowo obarczyć odpowiedzialnością za stabilność systemu finansowego, to – jak słusznie zauważa Brzoza-Brzezina – nieprędko należy się spodziewać opracowania powszechnie akceptowanego rozwiązania, które umiejscawiałoby stabilność finansową w strategii i instrumentarium banku centralnego¹. Dobra polityka pieniężna bywa w związku z tym nadal najczęściej rozumiana jako ta, która zapewnia przeciętnie niską inflację oraz przy danych ograniczeniach minimalizuje wahania inflacji i produkcji. Choć nie ma jednego uniwersalnego sposobu realizacji tego zadania, badania wskazują, że banki centralne coraz częściej utożsamiają dobrą politykę pieniężną z polityką przejrzystą.

Przejrzystość stanowi jeden z elementów tzw. jakościowych ram polityki pieniężnej (obok wiarygodności i odpowiedzialności demokratycznej), które ostatnimi laty nabrały cech swoistych jej instrumentów, wprowadzając rewolucyjne wręcz zmiany w nastawieniu banków centralnych do sposobu prowadzenia przez nie polityki pieniężnej. Do lat 90-tych ubiegłego wieku bowiem politykę banków centralnych charakteryzowała duża powściągliwość w informowaniu otoczenia o swoich działaniach czy zamiarach. Bankowość centralna owiana była osobliwą, ochronną aurą tajemniczości², co sprawiało, że przeciętny uczestnik życia

¹ M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 9.

² P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, Materiały i Studia, Zeszyt Nr 200, Narodowy Bank Polski, Warszawa, styczeń 2006, s. 7.

gospodarczego mógł nabrać przekonania, iż wszelkie działania banku centralnego są zbyt skomplikowane, aby bez ogromu specjalistycznej wiedzy można je było zrozumieć.

Przekonanie, iż „tajemnica jest istotą efektywnej polityki monetarnej”³, nadal ma wielu zwolenników. Argumentują oni swoje stanowisko, np. brakiem kosztów informowania społeczeństwa o działaniach banku, związanych z koniecznością przygotowania, opracowania i opublikowania informacji o jego celach, decyzjach, zamierzeniach czy działaniach. Nade wszystko jednak podkreśla się argument, że przejrzystość powoduje poważne ograniczenie elastyczności w działaniach banku centralnego, gdyż naraża go na ryzyko utraty zaufania publicznego w sytuacji, gdy ten musi się wycofać z decyzji nie do końca właściwych⁴.

Mimo to jednak zaczyna panować powszechna zgodność, co do konieczności komunikowania się banków centralnych z otoczeniem i przewagi korzyści z owej komunikacji wynikających nad ewentualnymi kosztami, zaś punkt ciężkości w dyskusjach nad przejrzystością przesunął się z: „czy informować?” na „jak informować?”.

Wzrost znaczenia aspektów jakościowych w polityce banków centralnych nastąpił jako konsekwencja zmian zapoczątkowanych jeszcze w latach 70-tych. Wówczas to wiele banków centralnych przejęło odpowiedzialność za kształtowanie się poziomu inflacji, a następnie przyjęło stabilność poziomu cen jako swój cel główny. Nastąpiło stopniowe ograniczenie przez nie roli instrumentów administracyjnych na rzecz instrumentów pośrednich⁵.

Punktem zwrotnym okazał się początek lat 90-tych, kiedy to banki centralne Nowej Zelandii, Kanady, Wielkiej Brytanii i Szwecji przyjęły strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Nastąpił wówczas postęp w komunikowaniu się banków centralnych z rynkami i społeczeństwem, czemu towarzyszyło nie tylko rozpowszechnianie się BCI, ale także – a może przede wszystkim – wzrost stopnia ich formalnej i faktycznej niezależności, postępująca liberalizacja rynków finansowych oraz ich szybki rozwój⁶.

W efekcie tych zmian w ciągu ostatnich dwudziestu lat banki centralne stały się jednymi z najbardziej przejrzystych instytucji sektora publicznego.

³ A. Blinder, *Bankowość centralna*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 95.

⁴ Należy zauważyć, że w dalszym ciągu ocena optymalnego stopnia otwartości banku centralnego w kwestiach związanych ze stabilnością finansową (takich, jak zarządzanie kryzysowe czy rola pożyczkodawcy ostatniej instancji) stanowi kwestię bardzo kontrowersyjną. Wiele banków centralnych prowadzi swoją politykę zgodnie z zasadą „konstruktywnej niejednoznaczności” (ang. *constructive ambiguity*), co wynika głównie z ich chęci ograniczenia pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*), wynikającą z istnienia siatki bezpieczeństwa w systemie finansowym. Brak jednoznacznej deklaracji banku centralnego o jego gotowości podjęcia konkretnych działań w sytuacji kryzysu finansowego, wymusza na bankach komercyjnych większą dyscyplinę i ostrożność w podejmowaniu ryzyka.

⁵ M. Kowalak, *Jakościowe aspekty polityki współczesnego banku centralnego*, Bank i Kredyt 2006, nr 3, s. 3.

⁶ P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Polityka...*, op. cit., s. 7.

Kwestię przejrzystości polityki pieniężnej należy zatem postrzegać jako konsekwencję co najmniej dwóch zjawisk. Po pierwsze, stopniowe zwiększanie przejrzystości działań banków centralnych stało się efektem prób pogodzenia ich rosnącej niezależności z zasadami demokracji, która wymaga, aby społeczeństwo miało możliwość sprawowania demokratycznej kontroli nad potężną i niezależną instytucją, kształtującą warunki gospodarowania dla wszystkich pozostałych podmiotów. Po drugie zaś, od połowy lat osiemdziesiątych XX w. nastąpił gwałtowny rozwój literatury teoretycznej i empirycznej analizującej makroekonomiczne skutki zwiększania przejrzystości przez bank centralny, z których większość skłania się ku wnioskowi, że wzrost przejrzystości jest korzystny dla gospodarki⁷. Konieczność prowadzenia przez bank centralny przejrzystej polityki łączona jest z rosnącą rolą rynków finansowych oraz faktem, iż banki centralne zaczęły doceniać rolę oczekiwań uczestników rynku w transmisji impulsów prowadzonej przez siebie polityki, a zwłaszcza możliwość kształtowania tychże oczekiwań. Uważa się, że większa przejrzystość polityki banku centralnego czyni ją bardziej przewidywalną, a przez to wiarygodną i skuteczną w osiąganiu swoich celów.

Wybór przejrzystości polityki pieniężnej jako przedmiotu badań można zatem uzasadnić kilkoma argumentami.

Pierwszym z nich jest potrzeba poznania (i usprawnienia) wciąż niedoskonale rozpoznanych mechanizmów transmisji impulsów monetarnych, jaka siłą rzeczy towarzyszy bankom centralnym, prowadzącym politykę pieniężną w oparciu o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego lub strategię do niej zbliżone⁸. Zarządzanie oczekiwaniami – jak coraz częściej określa się politykę pieniężną – wymaga ukierunkowania na przyszłość, a więc i stosowania niejednokrotnie tzw. ataków wyprzedzających (*preemptive strikes*), co związane jest z występowaniem w polityce pieniężnej długich i zmiennych opóźnień. Próbując sterować oczekiwaniami podmiotów gospodarczych, banki centralne deklarują chęć zachowania wysokich standardów jakościowych polityki pieniężnej, zwłaszcza przejrzystości, która stanowi warunek (choć nie gwarantuje) wiarygodności, czy odpowiedzialności demokratycznej.

Drugi argument, przemawiający za podjęciem problematyki przejrzystości polityki pieniężnej, wiąże się bezpośrednio z celem badań opisanych w rozprawie. Miały one za

⁷ M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka...*, op. cit., s. 130.

⁸ W Czechach strategia BCI realizowana jest przy kursie płynnym zarządzanym, w Polsce i Rumunii - przy kursie płynnym, a na Węgrzech - przy sztywnym kursie walutowym z dopuszczalnym pasmem wahań, co zbliża ją do strategii eklektycznej. Na Słowacji w 2005 roku nastąpiło przejście od domyślnej strategii BCI do jej pełnej wersji, a od listopada 2008 roku korona słowacka weszła do ERM II. Strategie te należą do nurtu wieloparametrycznego.

zadanie ustalić, czy banki centralne krajów Europy Środkowej (zwanych w dalszej części rozprawy krajami E-5) po fali przemian wywołanych transformacją systemową w ich krajach, a także koniecznością dostosowań, wynikającą z przynależności do ESBC (a w dalszej perspektywie – do Eurosystemu), podjęły również dodatkowe starania (a jeśli tak, to jakie), aby – wzorem banków centralnych państw uprzemysłowionych – zmienić sposób prowadzenia polityki pieniężnej na przejrzysty i zrozumiały dla otoczenia gospodarczego. Innymi słowy, poszukiwano odpowiedzi na pytanie, jak kształtowała się przejrzystość polityki pieniężnej krajów E-5 na tle przejrzystości polityki monetarnej Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii (zwanych tu krajami E-3), co z kolei może stanowić punkt wyjścia do badań nad jej skutecznością.

Nie bez znaczenia był wreszcie i fakt, że mimo, iż w literaturze anglojęzycznej tematyka przejrzystości cieszy się znaczną popularnością, to w rodzimych opracowaniach, jak dotąd, nie doczekała się stosownego potraktowania. Dotychczasowe rozważania na temat przejrzystości prowadzone są bowiem niejako na marginesie rozważań nad pozostałymi elementami jakościowych ram polityki pieniężnej, zwłaszcza niezależności władz monetarnych lub ich wiarygodności. Brak jest natomiast opracowań traktujących przejrzystość w sposób kompleksowy. Niniejsza rozprawa doktorska może zatem przyczynić się do uzupełnienia luki w polskojęzycznych opracowaniach dotyczących istoty, rodzajów i roli przejrzystości w polityce pieniężnej.

Celem rozprawy jest analiza problematyki przejrzystości polityki pieniężnej w ujęciu teoretycznym, jak i empirycznym. W tak zarysowanym obszarze zainteresowań poszukiwano odpowiedzi na następujące pytania:

- Jaka jest rola i znaczenie przejrzystości we współczesnej polityce pieniężnej?
- Czy działania podjęte przez banki centralne wybranych państw środkowoeuropejskich wskazują na to, że dostrzegają one korzyści wynikające z prowadzenia polityki pieniężnej w sposób przejrzysty?
- Jak zmieniała się przejrzystość ich działań wraz z upływem czasu i czy takie same tendencje dotyczą wszystkich analizowanych banków?
- Jeżeli w badanym okresie nastąpił wzrost przejrzystości polityki banków centralnych Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii, to w jakich obszarach zanotowano największe zmiany wartości wskaźnika przejrzystości?

- Jak kształtują się wartości indeksu przejrzystości polityki pieniężnej banków centralnych Europy Środkowej na tle przejrzystości banków centralnych Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii?

Uzyskane w wyniku procesu badawczego wyniki miały umożliwić weryfikację następującej hipotezy badawczej:

Jakie są przyczyny zróżnicowania przejrzystości polityki pieniężnej wybranych banków centralnych?

Osiągnięcie głównego celu rozprawy poprzedzone zostało realizacją zadań częściowych, do których należały:

- przegląd rozważań teoretycznych w literaturze przedmiotu dotyczących istoty przejrzystości oraz przypisywanej jej roli w poprawie skuteczności polityki pieniężnej,
- przegląd dotychczas przeprowadzonych badań empirycznych nad przejrzystością polityki pieniężnej i wynikających z nich wniosków,
- przedstawienie ram polityki pieniężnej w badanych krajach,
- dokonanie oszacowania wartości wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej w każdym z analizowanych krajów (obliczeń dokonano na podstawie przeglądu obowiązujących aktów prawnych, publikacji i stron internetowych banków centralnych oraz innych opracowań),
- dokonanie analizy porównawczej otrzymanych wartości wskaźników odpowiadających poszczególnym etapom procesów decyzyjnych w polityce pieniężnej na poziomie poszczególnych krajów. Analizie poddane zostały zmiany w czasie tego wskaźnika.

Z przedstawionych wyżej celów pracy oraz zadań badawczych wynikają poszczególne zakresy pracy. W zakresie przedmiotowym znajduje się przejrzystość polityki pieniężnej, a w obrębie zakresu podmiotowego znajdują się banki centralne wybranych krajów europejskich.

Zakres przestrzenny pracy w jej części teoretycznej wynika z zakresów przestrzennych realizowanych w ramach analizowanej literatury, głównie anglojęzycznej (Europa, Ameryka Północna i Środkowa, Azja). W części empirycznej natomiast zakres ten ogranicza się do terytorium Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii – jako krajów będących w centrum zainteresowania oraz – dla poszerzenia kontekstu i swoistego benchmarku – Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii.

Zakres czasowy w części literaturowej sięga od końca lat 80-tych XX wieku do roku 2010. W części empirycznej natomiast odnosi się on do procesów zaobserwowanych na przestrzeni lat 1998 – 2010.

W celu rozwiązania problemu badawczego wykorzystane zostały metody analizy jakościowej: analiza literaturowa w części teoretycznej oraz analiza porównawcza, analiza dokumentacji oraz kwantyfikacja w części empirycznej.

Część opisowa została poświęcona miejscu przejrzystości polityki pieniężnej w literaturze teoretycznej i dotychczasowych badaniach empirycznych.

Część empiryczna stanowi analizę jakościową przejrzystości polityki pieniężnej w wybranych krajach. W celu weryfikacji postawionej tezy dokonany został pomiar przejrzystości polityki prowadzonej przez banki centralne Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii (jako krajów często porównywanych ze względu na dość jednorodny przebieg procesu transformacji, konieczność dostosowania rozwiązań narodowych do ram Eurosystemu, czy choćby położenie geograficzne), oraz Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii (reprezentujących ustabilizowane kraje uprzemysłowione). Obliczenia zostały dokonane przy wykorzystaniu indeksu autorstwa Geraats i Eijffingera na przestrzeni lat 1998 - 2010.

Istotną konstatacją, wynikającą z analiz problemowych, będących przedmiotem rozprawy jest to, że od lat 90-tych XX w. znaczenie przejrzystości w polityce pieniężnej banków centralnych krajów E-5 systematycznie wzrasta. Podobnie jak banki centralne państw wysokorozwiniętych, również banki centralne krajów E-5 zdają się doceniać rolę przejrzystości w skuteczności prowadzonej polityki monetarnej, gdyż na przestrzeni analizowanych 13 lat, znacznie zwiększyły zakres udostępnianych informacji. Największe zmiany dotyczyły upublicznienia wszelkich danych makroekonomicznych, modeli i prognoz, stanowiących podstawę podejmowanych decyzji, jak i jawności samego procesu decyzyjnego. Wspomniane banki najmniej chętnie poddawały gruntownej analizie słuszność podjętych decyzji, wskazując na wpływ działań z zakresu polityki pieniężnej na rozwój sytuacji gospodarczej, czym znacząco różnią się od praktyk przyjętych w krajach E-3. Jednocześnie banki te mocno zintensyfikowały inne działania w obszarze stosowanej polityki komunikacyjnej (również pod wpływem doświadczeń kryzysu finansów światowych), co skłoniło autorkę do rozważań na temat zmiany stopnia adekwatności samego miernika do oszacowania poziomu przejrzystości polityki pieniężnej analizowanych banków centralnych na początku i końcu badanego okresu.

Rozprawa składa się z pięciu rozdziałów. Celem **pierwszego rozdziału** jest przedstawienie istoty współczesnej polityki pieniężnej w kontekście wciąż nowych wyzwań, z którymi musi się zmierzyć. Jednym z najbardziej wręcz spektakularnych zmian, któremu w ostatnich latach została poddana był zwrot w kierunku zwiększenia jej przejrzystości,

zwłaszcza w krajach, które zdecydowały się prowadzić politykę pieniężną w oparciu o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Dlatego też sporo uwagi poświęcono tu strategii BCI, jako tej strategii wieloparametrycznej, w której tzw. aspekty jakościowe (niezależność, przejrzystość, wiarygodność, odpowiedzialność demokratyczna) odgrywają rolę szczególną.

Aspektom jakościowym został z kolei poświęcony **drugi rozdział pracy**. W centrum rozważań znalazła się przejrzystość polityki pieniężnej, jej rodzaje, determinanty i konsekwencje, jakie wywołuje. Opisane zostały także zależności występujące między przejrzystością a pozostałymi elementami instytucjonalnych ram polityki pieniężnej.

Rozdział trzeci rozprawy zawiera przegląd dotychczasowych rozważań teoretycznych i badań empirycznych na temat przejrzystości polityki pieniężnej. Przybliżone zostały również miary stosowane do jej pomiaru z podziałem na stosowane do pomiaru przejrzystości instytucjonalnej oraz miary przejrzystości behawioralnej.

Celem **rozdziału czwartego** jest dokonanie analizy porównawczej przejrzystości polityki pieniężnej banków centralnych wybranych krajów uprzemysłowionych: Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii (E-3), które od lat są niekwestionowanymi liderami w tym zakresie. Rozważania dotyczące przejrzystości poprzedziła krótka charakterystyka instytucjonalnych ram polityki pieniężnej, prowadzonej we wspomnianych krajach oraz opis metodologii zastosowanej w opisywanych badaniach.

W **ostatnim, piątym rozdziale** przeprowadzono analizę porównawczą przejrzystości polityki pieniężnej pięciu krajów środkowoeuropejskich: Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii (E-5). Ocenie podlegał stopień przejrzystości polityki pieniężnej na każdym z wyróżnionych etapów procesu decyzyjnego oraz jego zmiany w czasie. Dla poszerzenia kontekstu wspomnianej analizy w rozdziale zawarta została krótka charakterystyka banków centralnych w każdym z omawianych krajów – sposób prowadzenia polityki pieniężnej stanowi tło dla analizy zaobserwowanych zmian wskaźnika przejrzystości.

Rozdział 1. Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej

1.1. Zmiany roli, funkcji i zakresu działania banku centralnego

Polityka pieniężna należy do najważniejszych dziedzin polityki gospodarczej (makroekonomicznej) realizowanej przez państwo¹, zaś jej celem jest wpływanie, kształtowanie i porządkowanie określonych działań podmiotów gospodarczych w pewnym merytorycznym zakresie (np. polityka zatrudnienia) lub na określonym obszarze geograficznym². Politykę pieniężną można zdefiniować jako działalność, prowadzoną w imieniu państwa, która polega na wyborze pieniężnych celów makroekonomicznych i ich realizacji przez regulowanie podaży pieniądza i popytu na pieniądz przy wykorzystaniu wybranych instrumentów³. Istota polityki pieniężnej polega więc na tym, że kształtując jej założenia⁴ dokonuje się wyboru celów, określonych parametrycznie (np. agregaty monetarne) lub punktowo bądź przedziałowo (np. cel inflacyjny), co następnie determinuje wybór strategii ich realizacji⁵.

Podmiotem odpowiedzialnym za realizację polityki pieniężnej jest bank centralny. Wraz z rozwojem teorii ekonomii wielokrotnie zmieniały się wyobrażenia o tym, czego można od polityki pieniężnej oczekiwać, a przez to, jakie cele należy bankom centralnym wyznaczać i w jaki sposób najlepiej winny je one realizować. Często rozwojowi sytuacji w sferze realnej towarzyszyło pojawianie się nowych koncepcji teoretycznych (bądź modyfikacje już istniejących), próbujące nazwać i wyjaśnić mechanizm obserwowanych zjawisk ekonomicznych. Historia bankowości centralnej sprawia, że bank centralny należy postrzegać jako instytucję o zmieniającej się na przestrzeni lat roli, funkcjach i zakresie działania. Co więcej, wydaje się, że tempo tych zmian nabrało szczególnej intensywności w ciągu ostatnich 20-30 lat.

¹ L. Cybulski, *Regulowanie dochodów i cen*, w: *Polityka gospodarcza*, red. B. Winiarski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 422.

² W. Przybylska –Kapuścińska, *Istota i cele polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2008, s. 14.

³ W. Przybylska – Kapuścińska, *Istota polityki pieniężnej i jej rodzaje*, w: *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 5.

⁴ Normy konstytucyjne z reguły nakazują przedstawianie założeń polityki pieniężnej w okresach rocznych, co wynika z faktu, iż stanowią one przesłanki do działań innych organów (M. Musielak-Linkowska, *Cel inflacyjny w Polsce. Założenia i realizacja*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 11).

⁵ M. Musielak-Linkowska, *Cel inflacyjny...*, op. cit., s. 11.

Nowoczesna bankowość centralna, zorientowana na zapewnienie stabilności finansowej i monetarnej, zaczęła się kształtować dopiero w XIX w⁶. Akceptacja przekonań F. Hayeka i J. Schumpetera, że przyczyną cykli koniunkturalnych, będących – jak uważano – nieuniknionym procesem oczyszczającym, który dostosowuje na nowo strukturę produkcji do preferencji konsumentów - jest nadmierna spekulacja i przeinwestowanie⁷, zrodziła przekonanie o konieczności powstrzymania się przez banki centralne od prowadzenia ekspansywnej polityki pieniężnej w czasie recesji. Miało to zapobiec podtrzymywaniu powstałych w okresie boomu nadmiernych mocy wytwórczych. Teoria ta nie sprawdziła się jednak w praktyce – restrykcyjna polityka pieniężna, prowadzona przez Fed w pierwszej fazie kryzysu lat 30-tych, jedynie go pogłębiła, doprowadzając do masowych bankructw banków komercyjnych.

W odpowiedzi na doświadczenia Wielkiego Kryzysu nastąpiła dominacja keynesizmu, który polityce pieniężnej wyznaczał cel w postaci stymulowania wzrostu gospodarczego. Przyczyną recesji miało być bowiem nie przeinwestowanie, lecz skłonność gospodarki rynkowej do odnajdowania równowagi przy niepełnym wykorzystaniu czynników wytwórczych. Skoro zdolność gospodarki rynkowej do samoregulacji została poważnie ograniczona brakiem elastyczności cen i płac (spowodowanym zmianami instytucjonalnymi w postaci monopolizacji produkcji i rosnącego znaczenia związków zawodowych), rolę władz fiskalnych i monetarnych powinno być aktywne podtrzymywanie koniunktury, aby neutralizować niekorzystny wpływ sztywności płac i cen oraz podtrzymywać optymizm wśród przedsiębiorców, a tym samym ich skłonność do inwestowania. Polityka interwencjonizmu państwowego okazała się dla wielu krajów skutecznym sposobem na wydobycie się z recesji i przezwyciężenie deflacji⁸.

W okresie powojennym polityka pieniężna w dalszym ciągu nakierowana była na pobudzenie wzrostu gospodarczego, choć w działaniach tych ustąpiła miejsca dominującej w tym czasie polityce fiskalnej. Nastąpił rozwój różnych form interwencjonizmu państwowego, który w drugiej połowie lat siedemdziesiątych XX wieku doprowadził do poważnego kryzysu zadłużeniowego oraz spowodował niespotykane dotąd zjawisko gwałtownej eskalacji inflacji w gospodarce światowej (wywołanej przez szoki naftowe lat 70-tych). Wysoka inflacja w połączeniu ze stagnacją produkcji doprowadziła wkrótce do stagflacji, paraliżując możliwość

⁶ M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2011, s. 7.

⁷ F. A. Hayek, *The Paradox of Saving*, "Economica", nr 32, 1931, s. 125-169.

⁸ A. Sławiński, *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska – Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 41.

oddziaływania państwa na koniunkturę gospodarczą⁹. Zrodziła się zatem konieczność przeformułowania sposobu prowadzenia polityki pieniężnej: po dominacji celów ogólnogospodarczych przyszedł czas na stabilizowanie inflacji.

Krytyka aktywności banków centralnych znalazła swoje odzwierciedlenie w rozumowaniu Milтона Friedmana, który argumentował, że ekspansywna polityka pieniężna wywołuje wprawdzie przejściowe ożywienie koniunktury, ale jest ono krótkotrwałe i osiągnęte kosztem trwałego wzrostu inflacji¹⁰. Inflacja utrwała się na wyższym poziomie wskutek wzrostu oczekiwań inflacyjnych, a wszelkie próby stymulowania gospodarki za pomocą polityki pieniężnej prowadzą jedynie do nakręcania spirali cenowo-płacowej.

Przekonania Friedmana, wsparte dokonaniem Roberta Lucasa (hipoteza racjonalnych oczekiwań – *rational expectations theory*¹¹) oraz Finna Kydlanda i Edwarda Prescottta (hipoteza niespójności polityki pieniężnej w czasie – *time inconsistency theory*¹²) przyczyniły się do ugruntowania poglądu, że tym, co w długim okresie sprzyja wzrostowi gospodarczemu jest przede wszystkim niska i stabilna inflacja.

Należy tu jednak zaznaczyć, że dyskusja wokół tego, czy poprzez politykę pieniężną można wywołać korzystne zmiany w sferze realnej gospodarki nie została zamknięta. Nadal nie ma zgodności co do tego, czy i w jakich okolicznościach można kosztem wzrostu poziomu cen przyspieszyć realny wzrost gospodarczy.

Zwolennicy polityki pieniężnej, polegającej na aktywnym zwiększaniu podaży pieniądza, podkreślają przede wszystkim stymulacyjne działanie takiej polityki poprzez kreację kredytu oraz dodatkowego popytu. Według nich tani i łatwo dostępny pieniądz sprzyja podejmowaniu odważnych i bardziej ryzykownych decyzji ekonomicznych, co przyczynia się do przełamania dotychczasowego stanu równowagi¹³.

Z kolei przeciwnicy stymulowania wzrostu gospodarczego przy pomocy nadmiernej kreacji podaży pieniądza optują za prowadzeniem ostrożnej polityki pieniężnej i zalecają

⁹ I. Pyka, *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 41.

¹⁰ Ibidem, s. 43.

¹¹ Hipoteza racjonalnych oczekiwań zakłada – nieco nierealistycznie – że podmioty gospodarcze formułują swoje oczekiwania niezależnie od siebie, doskonale znają mechanizm gospodarki oraz nie popełniają stale tych samych błędów w ocenie przyszłego biegu zdarzeń (A. Sławiński, *Ewolucja poglądów...*, op. cit., s. 44)

¹² Hipoteza ta mówi, że ekspansywna polityka pieniężna nie może być skuteczna, ponieważ „racjonalnie oczekujące” podmioty – oceniając sytuację w gospodarce – szybko się orientują, że bank centralny ma zamiar stymulować wzrost gospodarczy poprzez wzrost podaży pieniądza, co przyniesie wzrost inflacji, a nie wzrost oczekiwanej płacy realnej, więc nie stwarza bodźców do wzrostu ich aktywności na rynku pracy. Tym samym ekspansja monetarna nie przynosi ani wzrostu podaży pracy, ani ożywienia w gospodarce, chyba, że podaż pieniądza nastąpi w sposób nieoczekiwany.

¹³ W. Wilczyński, *Makro- i mikroekonomiczne uwarunkowania wyborów w polityce pieniężnej*, „Bank i Kredyt”, 1996, nr 6, s. 81-82.

dostosowywanie podaży pieniądza do procesów w realnej sferze gospodarki. Wskazują oni na stabilność i wymienialność pieniądza jako czynniki stabilizujące warunki gospodarowania¹⁴.

Bank centralny musi zatem dokonać wyboru pomiędzy wspieraniem wzrostu gospodarczego za pomocą aktywizacji podaży pieniądza lub poprzez tworzenie stabilnych, przewidywalnych warunków prowadzenia działalności gospodarczej. Polityka pieniężna przezeń realizowana winna zatem być nakierowana na tworzenie warunków stymulujących długofalowy, stabilny wzrost gospodarczy, a nie na osiągnięcie doraźnych korzyści. W jaki konkretnie sposób banki centralne powinny tego dokonać, jest już jednak dużo mniej oczywiste.

Na współczesnym rynku pieniężnym panuje pogląd, że strategii polityki monetarnej mieszczą się zasadniczo między naturą wyborów, jakich dokonują banki centralne, stabilizując inflację i tempo wzrostu gospodarczego. I choć strategia pobudzania wzrostu gospodarczego jest stale obecna w praktyce banków centralnych, nie da się nie zauważyć, że to jednak strategia polityki pieniężnej, skupiona na hamowaniu inflacji, zdobyła dziś większe uznanie i dominuje wśród strategii banków centralnych na świecie¹⁵.

Potrzeba zapanowania nad inflacją okazała się jednym z katalizatorów prawdziwie rewolucyjnych zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej na co najmniej trzech płaszczyznach. Po pierwsze, w wielu krajach rozpoczął się proces przeformułowania przepisów prawnych, regulujących funkcjonowanie banków centralnych w kierunku nadania im coraz większej niezależności. Po drugie, wraz z rosnącą niezależnością banków centralnych (*de facto* i *de iure*), podjęto wysiłki w celu zwiększenia stopnia ich odpowiedzialności demokratycznej. Po trzecie wreszcie, konsekwencją obydwu powyższych zjawisk (jak i efektem poszukiwań sposobów skutecznej realizacji celów polityki pieniężnej) stała się całkowita zmiana dotycząca kwestii otwartości działań władz monetarnych. Wraz z rozpowszechnianiem się strategii BCI, nastąpił wzrost przekonania o konieczności prowadzenia polityki pieniężnej w sposób jawny, przejrzysty i zrozumiały dla otoczenia gospodarczego. Koncepcja przejrzystości działań banku centralnego zrewolucjonizowała sposób prowadzenia polityki pieniężnej i zepchnęła w cień dominujące jeszcze do niedawna przekonanie o tym, że należy ją prowadzić „za zamkniętymi drzwiami”, aby była skuteczna.

¹⁴ M. Musielak-Linkowska, *Cel inflacyjny...*, op. cit., s. 13.

¹⁵ Stosowały ją państwa rozwiniętej gospodarki rynkowej, walczące z kosztami inflacyjnymi, jak i kraje przeprowadzające poważne reformy rynkowe (latynoamerykańskie, azjatyckie) czy przechodzące transformację ustrojową (I. Pyka, *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s. 45).

Niewątpliwe sukcesy, jakie banki centralne odniosły w walce z inflacją (od czasów tzw. Wielkiej Inflacji lat 70-tych), nie dają im spocząć na laurach. Rzeczywistość – jak zawsze – okazała się bowiem dużo bogatsza niż wszelkie przypuszczenia czy teorie, próbujące ją wcisnąć w ramy logicznego uporządkowania. Pojawiło się wiele nowych zjawisk, które dramatycznie zmieniły warunki funkcjonowania banków centralnych.

Rzeczywistość, w której dziś muszą się odnaleźć (i z którą muszą się zmierzyć, na nowo definiując swoją w niej rolę) banki centralne, ukształtowały procesy globalizacji, informatyzacji, deregulacji, konsolidacji i towarzyszący im gwałtowny rozwój rynków finansowych.

Opanowanie inflacji doprowadziło do trwałego obniżenia się stóp procentowych, a globalizacja rynków finansowych umożliwiła inwestorom łatwe zaciąganie pożyczek już nie tylko na krajowych rynkach pieniężnych, ale także na globalnym rynku pieniężnym. Obydwa czynniki wpłynęły na zwiększenie częstotliwości narastania bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów¹⁶. Dynamiczny wzrost innowacji finansowych, stymulowany rozwojem inżynierii finansowej, sprzyja powstawaniu nowych aktywów obrotowych, instrumentów i rynków finansowych, często wykraczających poza zakres sprawowanej przez banki centralne dyscypliny regulacyjnej. Kapitał międzynarodowy, poszukując na globalnym rynku pieniężnym korzystnych inwestycji finansowych, wywołuje asymetrię walutową, wzmagając ryzyko kursowe i ataki spekulacyjne. Ciągła realokacja ogromnej ilości pieniądza i kapitału zwiększa niestabilność współczesnego rynku pieniężnego, a bankom centralnym brak skutecznych metod jej przewycięzania¹⁷.

Kryzys z roku 2007, zapoczątkowany na rynku amerykańskich kredytów hipotecznych, który wstrząsnął rynkami finansowymi na całym świecie i boleśnie odbił się na sferze realnej gospodarek wielu krajów, nie tylko postawił przed bankami centralnymi nowe wyzwania, ale i podważył wiarę w słuszność dotychczas stosowanych teorii. Twierdzi się wręcz, że obecne wydarzenia w gospodarce światowej będą stanowić katalizator istotnych zmian w ekonomii jako nauce¹⁸, skoro dominująca ekonomia głównego nurtu wydaje się w sposób niewystarczający wyjaśniać zjawiska obserwowane w świecie realnym.

Wśród teoretyków i praktyków bankowości centralnej od pewnego już czasu zaczął dominować pogląd, że aby bank centralny rzeczywiście przyczyniał się do dobrobytu społecznego, musi zadbać nie tylko o niską i stabilną inflację, ale i stabilność całego systemu

¹⁶ A. Sławiński, *Ewolucja poglądów...*, op. cit., s. 57.

¹⁷ I. Pyka, *Bank centralny...*, op. cit., s. 7.

¹⁸ M. Ratajczak, *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, w: *Studia z bankowości centralnej...*, op. cit., s. 36.

finansowego. Początkowo jednak identyfikowano ją ze stabilnością cen. Globalny kryzys finansowy pokazał jednak, że stabilności finansowej nie można sprowadzić do stabilności cenowej, a trzeba ją raczej rozumieć jako brak zagrożenia kryzysem finansowym. Pojawiły się postulaty akcentujące potrzebę fundamentalnej zmiany w myśleniu o tym, jak banki centralne monitorują trendy na rynkach finansowych, jak uzupełniają płynność czy w inny sposób wspomagają rynki w czasie napięć, a także jak powinny być ukształtowane ich relacje z pozostałymi regulatorami finansowymi¹⁹. Jedną z głównych konkluzji w świetle ostatnich doświadczeń jest np. przekonanie o konieczności uwzględniania przez banki centralne roli cen aktywów w ramach prowadzonej - bardziej niż dotąd rozbudowanej - polityki pieniężnej. „Jeżeli fundamentalnym ewolucyjnym kryterium sukcesu jest to, by [...] organizacja pomyślnie potrafiła mutować, to banki centralne odniosły widoczny sukces” na przestrzeni lat. Najwyraźniej jednak muszą ponownie odkryć tę ewolucyjną umiejętność skutecznego odnalezienia się w bardzo zmienionym świecie gospodarczym i finansowym XXI w.²⁰.

Choć celem rozdziału nie jest chronologiczne przedstawienie kroków, podejmowanych przez banki centralne w obliczu kryzysu światowych finansów (ani tym bardziej ocena ich skuteczności), to zostaną one pokrótce scharakteryzowane dla podkreślenia ogromu wciąż nowych wyzwań, przed jakimi banki centralne stawia rzeczywistość gospodarcza oraz wskazania sposobów, jakich użyły, by się z nimi zmierzyć. Ponadto, w dyskusji nad przejrzystością nie sposób wręcz pominąć odniesień do doświadczeń ostatniego kryzysu, skoro u jego podstaw leży jej brak. Smutnym paradoksem sytuacji było bowiem to, że banki centralne – same dbając o jak największą przejrzystość swoich działań – pozwoliły na osłabienie roli nadzoru oraz na zmiany instytucjonalne, których efektem była coraz mniejsza przejrzystość rynków i instytucji finansowych²¹. Konsekwencją zaś owego deficytu przejrzystości stało się załamanie światowych rynków finansowych.

1.2. Banki centralne wobec kryzysu w światowym systemie finansowym

Współczesnym bankom centralnym przypisuje się różne cele, o priorytetowości których decyduje realizowana strategia, dominująca doktryna ekonomiczna, sytuacja

¹⁹ A. Janc, *Banki centralne w dobie kryzysu. Czy dysponujemy już naukową refleksją na ten temat*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2010, s. 48.

²⁰ H. Davies, D. Green, *Banking on the Future*, Princeton 2010, za: A. Janc, *Banki centralne ...*, op. cit., s. 48.

²¹ H. Kaufman, *The Financial Crisis: Causes and Remedies*, Keynote address delivered before The Global Independence Center and Drexel University's LeBow College of Business 26th Annual Monetary and Trade Conference, Philadelphia, April 18, 2008, za: A. Sławiński, *Wpływ globalnego kryzysu...*, op. cit., s. 56.

gospodarcza danego kraju, czy aktualny rozwój sytuacji w systemie finansowym. Przegląd celów, stawianych polityce pieniężnej, przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Zróżnicowanie celów polityki pieniężnej

Kryterium klasyfikacji	Rodzaje celów	Przykładowe cele
skala oddziaływania	makroekonomiczne	wzrost gospodarczy, stabilność cen, wysokie zatrudnienie, stabilność rynków finansowych, stabilność stóp procentowych
	mikroekonomiczne	wywoływanie pożądanych reakcji podmiotów gospodarczych
przedmiotowe	pieniężne	kształtowanie siły nabywczej pieniądza i sprawności jego obiegu, relacje kursowe
	ogólnogospodarcze	restrukturyzacja gałęzi gospodarki, polityka zatrudnienia, stymulowanie rozwoju gospodarczego
podmiotowe	własne cele banku centralnego	kształtowanie emisji pieniądza, rezerw walutowych, stóp procentowych banku centralnego
	cele całego systemu bankowego	kształtowanie polityki depozytowo-kredytowej banków komercyjnych, usprawnianie systemu rozliczeń międzybankowych, zasad funkcjonowania rachunków banków
Horyzont czasowy	Aktualne	wynikające z pilnego, bieżącego zapewnienia potrzeb gospodarki od strony pieniężnej
	Przyszłe	związane z ryzykiem i niepewnością co do przyszłych zdarzeń wewnętrznych i zewnętrznych, mających związek z bezpieczeństwem obiegu
	Krótkookresowe	bieżący poziom stóp procentowych, kursu walutowego
	wieloletnie (strategiczne)	stabilizacja siły nabywczej pieniądza, konsolidacja systemu bankowego, kreowanie stosownej polityki informacyjnej i stosunków z organami władzy i mediami
sposób określenia i realizacji polityki pieniężnej	ujęcie tradycyjne (triada celów)	cele finalne, pośrednie i operacyjne
	ujęcie nowoczesne, wieloparametryczne	bezpośredni cel inflacyjny, brak konkretyzacji celów polityki pieniężnej

Źródło: W. Przybylska-Kapuścińska, *Istota i cele polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka pieniężna*, Difin, Warszawa 2008, s. 23.

Prowadząc politykę pieniężną, współczesne banki centralne w okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys skupiały się na utrzymaniu krótkoterminowej stopy procentowej rynku międzybankowego na pożądanym przez siebie poziomie. Czyniły to za pomocą trzech instrumentów:

- rezerwy obowiązkowej,
- operacji otwartego rynku,
- operacji depozytowo-kredytowych.

Nadzwyczajne okoliczności kryzysu wymagały od banków centralnych podjęcia również nadzwyczajnych kroków. Zdecydowały się one uzupełnić zestaw dotychczas stosowanych instrumentów ich modyfikacjami, a także wprowadzeniem zupełnie nowych rozwiązań.

Reakcje banków centralnych na kryzys C. Borio i P. Disyatat zaliczają do jednej z dwóch wyróżnionych grup. Są to²²:

- polityka stopy procentowej,
- polityka bilansu banku centralnego.

Polityka stopy procentowej to powszechnie znane działania banków centralnych, polegające na obniżaniu stopy procentowej najczęściej w wyniku przeprowadzania operacji otwartego rynku z niższą rentownością²³.

Z kolei polityka bilansu banku centralnego koncentruje się na innych segmentach rynku finansowego niż rynek krótkoterminowych stóp procentowych. Obejmuje ona zestaw działań, określanych jako niekonwencjonalne, do których należą:

- interwencje walutowe,
- quasi-zarządzanie długiem publicznym,
- polityka kredytowa,
- polityka rezerw bankowych²⁴.

Banki centralne decydują się na interwencje walutowe w celu łagodzenia zmian inflacji powstałych w wyniku wahań kursu walutowego. Poprzez interwencje walutowe bank centralny może kontrolować poziom stóp procentowych na rynku i zapobiegać nadmiernym wahaniom kursu. Quasi-zarządzanie długiem publicznym polega na zakupie papierów skarbowych i wpływanie na strukturę aktywów sektora publicznego. Jego celem jest między

²² C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers No 292, November 2009, s. 1, za: D. Tymoczko, *Działania banków centralnych w czasie kryzysu*, Zeszyty BRE-CASE, nr 111, Warszawa 2010, s. 12.

²³ D. Tymoczko, *Działania banków...*, op. cit., s. 12.

²⁴ Ibidem, s. 12.

innymi oddziaływanie na poziom długoterminowych stóp procentowych. Realizacja polityki kredytowej ma na celu ułatwienie dostępu do kredytu dla sektora prywatnego. Banki centralne czyniły to poprzez rozszerzenie listy akceptowanych zabezpieczeń, dopuszczanie do udziału w przeprowadzanych operacjach większej liczby kontrahentów (partnerów), czy nawet nabywanie papierów emitowanych przez sektor prywatny (dając tym samym wyraźny sygnał rynkom, że nie są to papiery toksyczne i można nimi obracać). Z kolei polityka rezerw bankowych oznacza cel w postaci osiągnięcia określonego poziomu tych rezerw. Stosując te same metody działania, co w polityce kredytowej czy przy quasi-zarządzaniu długiem publicznym, bank centralny wyznacza cel dla przyrostu rezerw bankowych, które stanowią składnik pieniądza rezerwowego²⁵.

Wymienione wyżej działania podjęte przez banki centralne w odpowiedzi na sytuację kryzysową częściej są określane w literaturze jako *quantitative easing* i *credit easing*²⁶. Przez *quantitative easing*²⁷ należy rozumieć dostarczanie płynności do sektora bankowego (głównie poprzez zakup papierów skarbowych), co ma prowadzić do obniżenia długoterminowych rynkowych stóp procentowych. Taką też argumentację przedstawiały władze monetarne. Z drugiej jednak strony pojawiły się i głosy krytyczne, oceniające *quantitative easing* jako nic innego jak próbę obejścia zakazu finansowania deficytu budżetowego. Skupując papiery skarbowe, banki centralne umożliwiały sektorowi prywatnemu (głównie bankowemu) nabywanie kolejnych obligacji, przez co rządy – wobec rosnących potrzeb pożyczkowych – mogły realizować kolejne ich emisje²⁸.

Credit easing ma na celu ułatwienie dostępu do finansowania podmiotom sfery realnej, a jego efektem winno być zmniejszenie premii za ryzyko, jaką płacą podmioty sfery realnej²⁹.

W pierwszej fazie kryzysu banki centralne skupiły się na zapewnieniu rynkom międzybankowym odpowiedniej płynności: masowo przeprowadzały operacje otwartego rynku³⁰, rozszerzały zakres akceptowanych zabezpieczeń³¹, a nawet liczbę partnerów

²⁵ Ibidem, s. 13.

²⁶ L. Bini-Smaghi, *Conventional and unconventional monetary policy*, Keynote lecture at the International Centre for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009. <http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>

²⁷ „poluzowanie ilościowe” – kreacja pieniądza w celu zakupu aktywów sektora finansowego

²⁸ D. Tymoczko, *Działania banków...*, op. cit., s.13.

²⁹ Ibidem, s. 13.

³⁰ Już w drugiej połowie 2007 r. zdecydowano się na bezprecedensowy zastrzyk gotówki: EBC dokonał pierwszej operacji (na kwotę 95 mld EUR) w sierpniu, BoE we wrześniu, a FED w listopadzie.

³¹ Kryzys sprawił, że nie wszyscy kontrahenci banków centralnych byli w stanie przedstawić stosowne zabezpieczenia. Mając tego świadomość, banki centralne zdecydowały się zmniejszyć wymagania odnośnie przyjmowanych papierów wartościowych: obniżyły próg ratingowy dla zabezpieczeń (np. z ‘A-’ do ‘BBB-’ –

transakcji. Świadomość skali zagrożenia doprowadziła wkrótce do zakrojonej na szeroką skalę współpracy banków centralnych w zakresie zawierania transakcji typu swap³². Podjęły się one także innych bezprecedensowych skoordynowanych działań, takich jak wspólna decyzja siedmiu najważniejszych banków centralnych³³ z dnia 8 października 2008 r. o obniżeniu stóp procentowych, która – jak się ocenia – powstrzymała lawinowe spadki na giełdach całego świata. Powszechnie zaczęły też wydłużać terminy zapadalności operacji finansowych³⁴, przedterminowo wykupywać własne obligacje, a nawet skupywać obligacje wiarygodnych przedsiębiorstw, czy powoływać instytucje ‘specjalnego przeznaczenia’³⁵.

Szybkość i elastyczność działania banków centralnych, jak i skala ich zaangażowania w zapewnienie płynności rynkom finansowym oraz przywrócenie zaufania do całego systemu finansowego jest niewątpliwie imponująca, choć za wcześnie na stwierdzenie, czy wystarczająca. Sukcesy jakościowych instrumentów kontroli podaży pieniądza w połączeniu z istotnymi porażkami tradycyjnych narzędzi, takich jak stopy procentowe, pozwalają przypuszczać, że istnieje prawdopodobieństwo zmiany obowiązującej doktryny prowadzenia polityki pieniężnej w kierunku zapewnienia bankom centralnym szerszego wachlarza potencjalnych instrumentów oddziaływania na sektor finansowy. Jakościowe narzędzia, takie jak rekomendacje dobrych praktyk, regulacje i obostrzenia w przyznawaniu kredytów, wydają się być skuteczniejszą bronią przeciw niestabilności systemu finansowego w erze globalnej mobilności kapitału i ciągłych innowacji finansowych, które utrudniają kontrolę podaży pieniądza. Wskazuje się także na potrzebę zaproponowania innego sposobu mierzenia inflacji tak, aby uwzględniała także zmiany cen niektórych aktywów finansowych³⁶.

Mówiąc o roli jakościowych rozwiązań w polityce pieniężnej, warto pamiętać, iż niewątpliwym wsparciem dla skuteczności działań banków centralnych w obliczu sytuacji kryzysowej była stosowana przez wiele z nich³⁷ strategia bezpośredniego celu inflacyjnego

jak zrobiły to EBC i Bank Japonii), rozszerzyły akceptowane rodzaje zabezpieczeń, np. o weksle przedsiębiorstw. Prym w innowacyjności na tym polu wiódł FED.

³² FED dokonał transakcji swap z 14 bankami centralnymi z całego świata, a EBC zawarł transakcje z USA, Szwajcarią, Szwecją i Danią.

³³ FED, EBC, BoE oraz banki centralne Szwajcarii, Szwecji, Chin i Kanady.

³⁴ Operacje z trzymiesięcznym terminem zapadalności stosowały niemal wszystkie banki centralne. BoE, Szwajcarski Bank Narodowy oraz Bank Szwecji wprowadziły również terminy roczne, a Bank Norwegii zdecydował się nawet na horyzont 3 lat (Ibidem, s. 3).

³⁵ Chodzi np. o uruchamianie przez FED programy płynnościowe: TAF (*Term Auction Facility*), PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*) czy CPPF (*Commercial Paper Funding Facility*).

³⁶ M. Ignaszak, *Nowe wyzwania polityki pieniężnej*, Gazeta Trend.pl, 21 grudnia 2010; <http://www.gazetatrend.pl/artykuly/249-nowe-wyzwania-polityki-pienieznej>

³⁷ G. Hammond klasyfikuje 27 banków centralnych jako te, które realizują pełną wersję strategii BCI (G. Hammond, *State of art of inflation targeting*, CCBS Handbook Nr 29, Bank of England, 2012). Podkreśla się, że również Bank Japonii stosuje strategię – choć nienazwaną strategią BCI – to bardzo do niej zbliżoną (por. M. Ciżkowicz, *Zmiany w strategii Banku Japonii w 2012*, NBP, 1 sierpnia 2012).

(BCI), opisana dokładniej w następnym podrozdziale. W ramach strategii BCI „bank centralny nie koncentruje się na pojedynczym wskaźniku, lecz bierze pod uwagę każdą dostępną informację o czynnikach zagrażających wykonaniu przyjętego na dany rok celu inflacyjnego”³⁸. Aby bank centralny rzeczywiście mógł na bieżąco śledzić sytuację na rynkach i analizować cały zestaw informacji o czynnikach inflacjogennych, musi dysponować rozbudowanym potencjałem analityczno-badawczym, dostarczającym mu danych, niezbędnych dla pomyślniej realizacji strategii BCI z wykorzystaniem wszelkich dostępnych instrumentów polityki pieniężnej. Działania te jednocześnie skutecznie działają w sferze stabilności systemu finansowego, a szczególnie bankowego³⁹.

Warunkiem powodzenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest też jawność celów, procedur, przesłanek, czy decyzji, przejawiająca się w systematycznej, skutecznej komunikacji z otoczeniem. Wypracowanie odpowiednich, sprawdzonych kanałów komunikacji z otoczeniem może okazać się szczególnie istotne w sytuacji, gdy w systemie finansowym następuje nasilenie negatywnych zjawisk (np. pojawia się ryzyko *runu* na banki).

Każdy bank centralny wypracowuje własne, odpowiednie dla wyznaczonych celów i zadań metody komunikacji, odpowiadające warunkom w których działa i prowadzonej polityce. Uwzględniając ramy czasowe, można wyróżnić:

- komunikację *ex ante* oraz
- komunikację *ex post*.

Komunikacja typu *ex ante* odbywa się w okresie normalnej aktywności rynków finansowych. Bank centralny wypracowuje wszelkie możliwe kanały informacyjne (np. raporty o ustalonym harmonogramie publikowania, komunikaty czy publiczne wystąpienia władz banku) w niezakłóconych warunkach, przed wystąpieniem ewentualnych napięć w systemie bankowym. Taki model komunikacji ogranicza asymetrię informacji pomiędzy bankiem centralnym, który dysponuje większym zasobem informacji i pełniejszym obrazem sytuacji, a rynkami finansowymi. Pozwala też społeczeństwu zapoznać się z oceną banku centralnego aktualnej sytuacji w systemie bankowym oraz perspektywami jej rozwoju. Bank centralny informuje otoczenie, jaką politykę będzie prowadził, aby wspierać i zapobiegać zjawiskom kryzysowym oraz jakie działania podejmie w ramach zarządzania kryzysowego. Tym samym jednak podejmuje ryzyko utraty reputacji, gdyby jego działania w przypadku

³⁸ Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003, NBP, Warszawa, wrzesień 1998, s. 8.

³⁹ B. Pietrzak, *O uwarunkowaniach i skali zaangażowania Narodowego Banku Polskiego w stabilizację systemu bankowego w okresie kryzysu*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2010, s. 37.

wystąpienia kryzysu okazały się nieuzasadnione lub nieskuteczne (o co przecież nie tak trudno, działając w warunkach dużej niepewności)⁴⁰.

Komunikacja typu *ex post* odnosi się głównie do działań już podjętych przez bank centralny w warunkach zagrożenia kryzysem, szczególnie do działania w roli pożyczkodawcy ostatniej instancji. Bank centralny najczęściej nie ujawnia rynkowi szczegółów zaistniałej sytuacji, gdyż powszechna świadomość ryzyka systemowego i determinacji banku centralnego, aby je zwalczyć, może sprzyjać powstaniu na rynku zachowań spekulacyjnych. To dodatkowo może zwiększać ryzyko systemowe i jednocześnie obniżać skuteczność ewentualnych działań władz monetarnych. Uważa się, że bank centralny, ujawniając swoją rzeczywistą wiedzę na temat zagrożonych instytucji, mógłby spowodować pogorszenie sytuacji na rynkach finansowych oraz zwiększyć ryzyko rozprzestrzenienia się i pogłębienia kryzysu. Dlatego dopiero po zażegnaniu niebezpieczeństwa bank centralny może informować o przeprowadzonych działaniach, podając ich uzasadnienie, przez co wzmacnia swoją wiarygodność oraz potwierdza działanie zgodne z prawem oraz przyjętymi zasadami i dobrymi praktykami⁴¹.

Banki centralne – jeszcze do niedawna prowadzące politykę pieniężną „za zamkniętymi drzwiami” - nauczyły się skutecznie wykorzystywać obydwie formy komunikacji z otoczeniem, również w obliczu kryzysu finansów światowych. Komunikacja stanowi też jeden z elementów różnicujących strategię, realizowane dziś przez banki centralne.

Podkreśla się, że współczesna polityka pieniężna nie mieści się w prostych podziałach, gdyż różnice pomiędzy polityką opartą na regule a polityką dyskrecjonalną (*rules versus discretion*) mocno się zatarły. Generalnie przyjmuje się, że opieranie polityki monetarnej na ściśle określonych regułach i zasadach jest akceptowane w warunkach wysokiej, wymykającej się spod kontroli inflacji, bądź w przypadku niskiej wiarygodności banku centralnego. Jeśli natomiast inflacja jest niska i zmierza do długoterminowego celu, określanego jako stabilność cen, a bank centralny cieszy się znaczną wiarygodnością, wówczas polityka pieniężna powinna być możliwie najbardziej dyskrecjonalna⁴². Różnice między dyskrecjonalną strategią polityki monetarnej a strategią polityki reguł na współczesnym rynku pieniężnym odnoszą się więc do:

- sposobu wyrażania celu i precyzji jego określenia,

⁴⁰ P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Polityka informacyjna banków centralnych...*, op. cit., s. 11.

⁴¹ Ibidem, s. 12.

⁴² W. Przybylska-Kapuścińska, *Strategie polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2008, s. 41.

- skuteczności w realizacji celu,
- przejrzystości polityki pieniężnej.

Polityka dyskrecjonalna w dłuższym okresie może okazać się niestabilna, gdyż pozostaje nieprzewidywalna dla uczestników rynku pieniężnego. Ich reakcja na impulsy monetarne dokonuje się *ex post*, a zatem po przeprowadzonych przez bank centralny zmianach. Z kolei polityka reguł jest zawsze przewidywalna, a uczestnicy rynku pieniężnego dostosowują się do niej zgodnie z założeniami strategicznymi banku centralnego. Wydaje się więc wiązać z wyższą skutecznością oddziaływania banku centralnego na podmioty gospodarcze. W praktyce jednak nie występuje ani polityka sztywnych zasad w czystej postaci, ani polityka całkowicie dyskrecjonalna, choć większość krajów uprzemysłowionych prowadzi dziś politykę pieniężną właśnie w sposób dyskrecjonalny.

Jednym z bardziej klarownych klasyfikacji stosowanych dziś strategii polityki pieniężnej jest ich podział na strategie tradycyjne i nowoczesne.

W celu realizacji celu finalnego, na który bank centralny nie ma bezpośredniego wpływu, ujęcie tradycyjne (znane też jako *intermediate targeting*) wykorzystuje cele pośrednie, które bardziej precyzyjnie reagują na impulsy polityki pieniężnej. Natomiast realizacji celów pośrednich służą krótkoterminowe cele operacyjne, poddające się bezpośredniej kontroli banku centralnego. Cele pośrednie (kontrola agregatów pieniężnych, kontrola stóp procentowych lub kontrola kursu walutowego) muszą wykazywać istotny i zarazem przewidywalny związek z celem strategicznym oraz być wrażliwe na bezpośrednie oddziaływanie instrumentów polityki pieniężnej. Ponadto, dane statystyczne opisujące cele pośrednie powinny być dostępne z niewielkim opóźnieniem i charakteryzować się dobrą jakością⁴³.

Z kolei druga forma strategii, o charakterze modelowo- optymalizującym, polega na konstruowaniu modelu makroekonomicznego, w którym jedną ze zmiennych endogenicznych jest cel finalny, a zmiennymi egzogenicznymi są cele pośrednie lub instrumenty polityki pieniężnej, zależnie od tego, czy poszukiwany jest cel pośredni, czy instrument⁴⁴. Strategia ta przyjmuje postać:

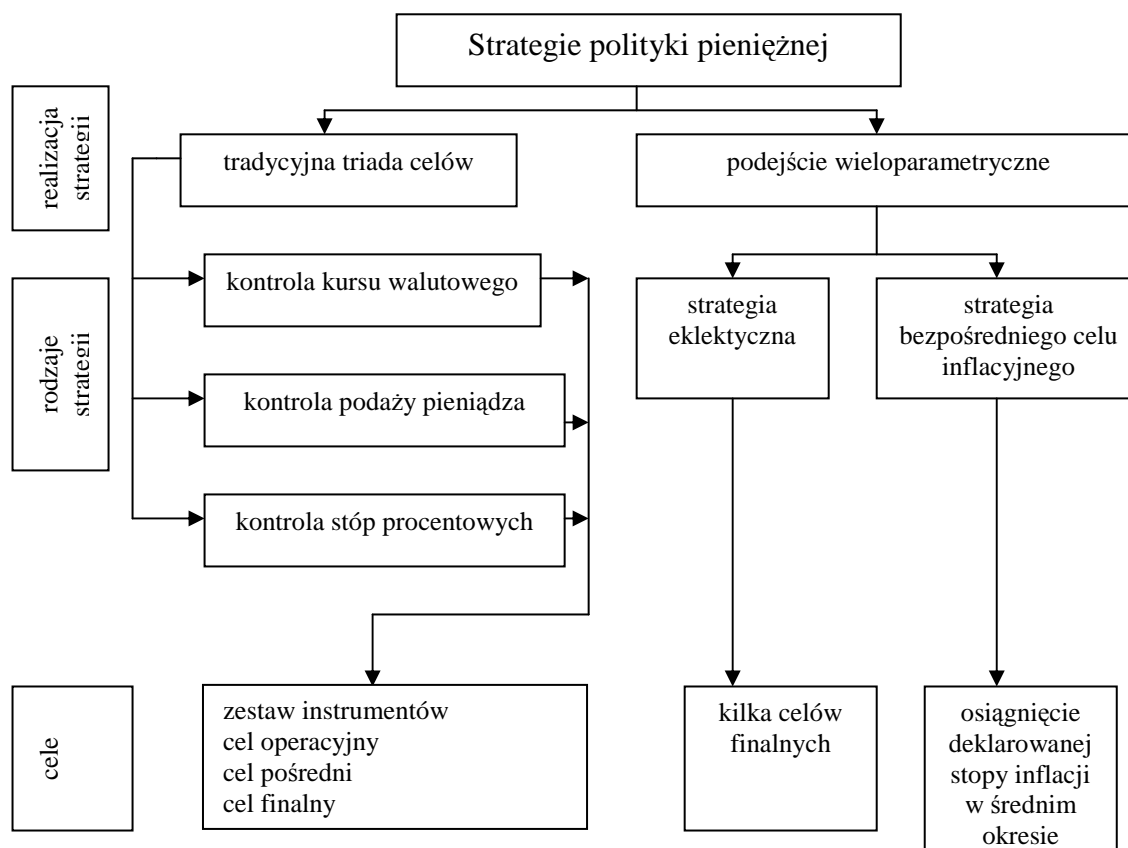
- strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (*inflation targeting*) lub
- podejścia eklektycznego, bez formułowania zewnętrznych celów pośrednich (*just-do-it strategy*).

⁴³ M. Musielak-Linkowska, *Cel...*, op. cit., s. 27.

⁴⁴ R. Kokoszczynski, J. Stopyra, *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 6, s. 38.

Rodzaje strategii polityki pieniężnej w zależności od wybranego sposobu realizacji wyznaczonych celów przedstawia schemat 1.

Schemat 1. Strategie polityki pieniężnej w zależności od sposobu realizacji wyznaczonych celów



Źródło: W. Przybylska-Kapuścińska, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, wkładka edukacyjna, „Bank i Kredyt”, 2006, nr 4, s. 5.

Jedną z najbardziej oczywistych różnic dzielących obydwa podejścia wieloparametryczne jest skrajnie różne nastawienie do kwestii przejrzystości, ze wszystkimi tego konsekwencjami. O ile warunkiem powodzenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest jawność celów, procedur, przesłanek, czy decyzji, przejawiająca się w systematycznej, skutecznej komunikacji z otoczeniem, o tyle podejście eklektyczne charakteryzuje zdecydowanie mniejsza przejrzystość. Wariant ten zapewnia władzom monetarnym znaczną swobodę działania, a w konsekwencji pełną elastyczność dostosowań.

Choć obydwie strategie polityki monetarnej są wyraźnie zorientowane na przyszłość (*forward-looking*) i zmierzają do osiągnięcia określonych rezultatów w przyszłości, to w

podejściu eklektycznym bank centralny nie formułuje *explicite* żadnych celów pośrednich i często realizuje kilka celów finalnych (np. niska inflacja przy jednoczesnej stabilizacji koniunktury i zatrudnienia), co w praktyce oznacza, że w okresie niskiej i umiarkowanej inflacji stabilizuje koniunkturę, a w okresie wzrostu lub wysokiej inflacji - stara się ją ograniczać. Władze monetarne podejmują więc decyzje w zależności od przewidywanego rozwoju sytuacji. Podkreśla się jednak, że brak przejrzystości takiej strategii może destabilizować rynki finansowe, zaś sama strategia jest sprzeczna z niektórymi zasadami demokracji, ze względu na zbyt dużą swobodę decyzyjną w zakresie stanowienia celów polityki pieniężnej. Ponadto, brak kotwicy nominalnej może w niekorzystnych okolicznościach utrudniać utrzymanie niezależności banku centralnego i zwiększyć podatność na naciski polityczne, co zwykle wywołuje wzrost oczekiwań inflacyjnych. Dlatego też strategia eklektyczna zalecana jest jedynie krajom o wysokiej stabilności i cieszącym się zaufaniem władz monetarnych⁴⁵.

Zatem poza wyborem celów i strategii, które doprowadzą do ich osiągnięcia, istotną decyzją, jaką musi podjąć bank centralny, jest nawet stopień otwartości jego działań względem otoczenia gospodarczego. Kwestia przejrzystości polityki pieniężnej, jej znaczenia czy poziomu, jaki w danych warunkach należałoby uznać za optymalny, jest bowiem w dalszym ciągu przedmiotem ożywionych dyskusji. Ze względu na to, że przejrzystość polityki pieniężnej – będąca w centrum zainteresowania w niniejszej rozprawie - stanowi fundament i warunek skuteczności strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, jak i na fakt, że wszystkie analizowane w niniejszej rozprawie banki centralne tę właśnie strategię stosują, charakterystyce strategii BCI poświęcony jest następny podrozdział.

Podsumowując natomiast rozważania na temat wciąż nowych dylematów, przed którymi stają banki centralne, wypada stwierdzić, że rola banków centralnych na współczesnym rynku pieniężnym wydaje się bardziej skomplikowana niż wynika to z ich podstawowych funkcji i zadań. A choć powrót do dyskusji nad nadaniem stabilności systemu finansowego statusu strategicznego celu polityki monetarnej (obok stabilności cenowej) w dobie szybko postępującej finansyzacji⁴⁶ pewnie nieprędko zaowocuje serią praktycznych rozwiązań, to wydaje się, że sprzyjać temu będzie wprowadzenie koniecznych zmian

⁴⁵ P. Szpunar, *Polityka...*, op. cit., s. 193-196.

⁴⁶ Finansyzacja to proces, w którym rynki i elity finansowe uzyskują coraz większy wpływ na funkcjonowanie podmiotów gospodarczych i ich efekty ekonomiczne. Towarzyszy jej proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej (M. Ratajczak, *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 19.)

regulacyjnych, które ograniczą procykliczne oddziaływanie sektora bankowego na gospodarkę.

1.3. Strategia BCI

Prowadząc politykę pieniężną bank centralny musi działać w ramach pewnego systematycznego procesu analizowania dostępnych informacji, podejmowania decyzji, stosowania odpowiednich instrumentów i komunikowania się z otoczeniem tak, aby realizowana polityka była dla społeczeństwa czytelna i zrozumiała. Określeniu sposobu prowadzenia polityki banku centralnego służy strategia polityki pieniężnej⁴⁷.

Strategia obejmuje postać funkcji reakcji na wydarzenia w gospodarce, przyjętą przez bank centralny, oraz jego komunikację z otoczeniem, której przedmiotem jest zarówno sama funkcja reakcji, jak również konkretne decyzje z zakresu polityki pieniężnej⁴⁸. Może ona przybrać formę strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

1.3.1. Istota strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) cieszy się niesłabnącym powodzeniem od lat 90tych ubiegłego wieku. Wówczas to bowiem pozytywne doświadczenia Nowej Zelandii i kilku innych krajów (w tym Kanady, Wielkiej Brytanii, Chile etc.), które zaczęły stosować ją w praktyce doprowadziły do jej ogromnej popularności. Strategia BCI pojawiła się niejako w odpowiedzi na problemy z kontynuacją stosowanej wówczas strategii opartej na kontroli podaży pieniądza oraz utrzymywaniem sztywnego kursu walutowego⁴⁹.

Stwarzając pewne ogólne zasady postępowania i zobowiązując bank centralny do pewnej dyscypliny, aczkolwiek bez eliminowania elastyczności, strategia BCI łączy w sobie zalety przypisywane tradycyjnie polityce opartej na sztywnych regułach z zaletami polityki dyskrecjonalnej⁵⁰. Oparta jest na podbudowie współczesnej teorii ekonomii: modele powstałe w ramach nowej syntezy neoklasycznej uważają za najskuteczniejszą politykę pieniężną opartą właśnie na strategii bezpośrednich celów inflacyjnych⁵¹ i wskazują na konieczność stosowania tzw. ataków wyprzedzających (*preemptive strikes*). Zamiast koncentrować się na

⁴⁷ M. Musielak-Linkowska, *Cel inflacyjny...*, op. cit., s. 7.

⁴⁸ A.C. Houben, *The Evolution of Monetary Policy Strategies in Europe*, Financial and Monetary Policy Studies, Vol. 34, Kluwer, Boston 2000, s. 2. za: M. Musielak-Linkowska, *Cel...*, op. cit., s. 7.

⁴⁹ R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 82-84.

⁵⁰ W. Przybylska-Kapuścińska, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w polityce pieniężnej banków centralnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2006, nr 4, s. 114.

⁵¹ A. Wojtyna, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 78, s. 128.

jednej zmiennej i starać się wpływać na jej kształtowanie za pomocą instrumentów polityki pieniężnej, bank centralny bierze pod uwagę informacje dotyczące wielu zmiennych mających wpływ na inflację. Wykorzystuje on strukturalny model gospodarki oraz całość informacji, która jego zdaniem jest niezbędna do realizacji przyjętego celu (metoda „patrzenia na wszystko”). Podejmuje następnie działania dostosowawcze w zakresie stosowanych instrumentów, bezpośrednio nakierowane na osiągnięcie zaplanowanego poziomu inflacji, przy czym podstawowym elementem decyzyjnym jest z reguły ocena zagrożeń odchylenia od pożądanej ścieżki inflacyjnej, polegająca na ewaluacji prognoz inflacyjnych⁵².

Władze monetarne realizujące strategię BCI przywiązują dużą wagę do utrzymywania kontaktów informacyjnych ze społeczeństwem oraz do formalnych i nieformalnych spotkań szefa banku i ministra finansów⁵³. Dzięki takim działaniom strategia BCI zapewnia większą elastyczność (bank centralny może reagować na to, co w danych warunkach uważa za istotne zagrożenie dla realizacji podstawowego celu) oraz większą przejrzystość, gdyż w większym stopniu pozwala na uzasadnienie podejmowanych decyzji zgodnie z ich faktycznymi przesłankami i przyjętymi zasadami, a także podkreśla wagę przekazywania tych informacji do publicznej wiadomości⁵⁴.

W najprostszej, pozbawionej sformalizowanych elementów wersji uważa się, że na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego składają się następujące elementy⁵⁵:

- publiczne ogłaszanie średniokresowego, skwantyfikowanego celu inflacyjnego,
- formalnoprawne przyjęcie stabilności cen jako najważniejszego długookresowego celu polityki pieniężnej,
- wykorzystywanie wielu różnych wskaźników i danych o stanie gospodarki w procesie podejmowania decyzji o zastosowaniu odpowiedniego instrumentu polityki pieniężnej,
- zwiększona przejrzystość strategii polityki pieniężnej oparta na intensywnej komunikacji z opinią publiczną i rynkami finansowymi (której przedmiotem są cele i plany działań polityki pieniężnej),
- niezależność banku centralnego i wynikająca z niej
- zwiększona odpowiedzialność banku centralnego za realizację celów inflacyjnych wobec stosownych instytucji demokratycznych.

Realizacji tej strategii towarzyszy występowanie płynnego kursu walutowego. Niektórzy autorzy wskazują na istnienie dodatkowych elementów strategii, np. formułowanie

⁵² P. Szpunar, *Polityka...*, op. cit., s.183-184.

⁵³ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 25.

⁵⁴ M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 18.

⁵⁵ R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka...*, op. cit., s. 85.

przez bank centralny prognozy inflacyjnej, która pełni rolę celu pośredniego. Polityka stóp procentowych podporządkowana jest wówczas chęci osiągnięcia zgodności inflacji prognozowanej z docelową w horyzoncie wyznaczanym przez właściwe danemu krajowi opóźnienia w reakcji inflacji na zmiany stopy procentowej banku centralnego. Jednak zdania odnośnie konieczności publikacji prognoz inflacji są podzielone⁵⁶.

Strategia BCI interpretowana jest na kilka sposobów⁵⁷. Zgodnie z pierwszą interpretacją przyjęcie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego pozwala bankowi centralnemu przybliżyć się w prowadzeniu polityki pieniężnej do optymalnej reguły, opartej na sprzężeniu zwrotnym (*optimal state contingent rule*). Dzięki niej poprzez publikację informacji na temat własnych prognoz i poddanie ich trafności publicznej ocenie, bank centralny zwiększa możliwości elastycznego reagowania na szoki. Łatwiej jest też bankowi centralnemu przekonać podmioty gospodarcze, że zamortyzowanie pojedynczego szoku inflacyjnego nie pozostaje w sprzeczności z ogólnym, antyinflacyjnym kierunkiem jego polityki.

Druga interpretacja traktuje strategię BCI jako ekwiwalent tzw. optymalnego kontraktu, w którym określona zostaje kara za niezrealizowanie celu inflacyjnego.

W myśl trzeciej interpretacji strategia BCI jest swego rodzaju eufemizmem maskującym niejako bardziej restrykcyjny kurs w polityce pieniężnej. W skrajnym przypadku może ona prowadzić do całkowitego pominięcia przez bank centralny jakiegokolwiek innego celu niż walka z inflacją, co oznaczałoby brak elastyczności w reagowaniu na szoki wywołujące zmiany w wielkościach realnych.

Ostatnia – i zarazem najbardziej kontrowersyjna – interpretacja strategii BCI traktuje decyzję banku centralnego o realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jako zaprzeczenie możliwości skutecznego osiągnięcia wytyczonego celu inflacyjnego i zastąpienie działań władzy monetarnej samym mówieniem o celu inflacyjnym⁵⁸.

Niektórzy autorzy⁵⁹ twierdzą, że istota strategii BCI zawiera się w pełnionych przez nią funkcjach. Najważniejsza z nich to dostarczanie gospodarce kotwicy nominalnej, z niej zaś wynikają pozostałe dwie bardziej szczegółowe funkcje:

- poprawa sposobu komunikowania się polityków gospodarczych ze społeczeństwem,

⁵⁶Por. L. E. O. Svensson, *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, NBER Working Paper No. 6790, November 1998; J. B. Taylor, *Commentary*, w: *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 26-28 August 1999.

⁵⁷Za: A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 142-143.

⁵⁸M. Musielak-Linkowska, *Strategie polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka...*, op. cit., s. 67.

⁵⁹B. S. Bernanke, M. Gertler, *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, 1999; za: A. Wojtyna, *Szkice...*, op. cit., s. 143.

- zapewnienie dyscypliny polityki pieniężnej i demokratycznego nadzoru (*accountability*) nad nią.

W literaturze spotyka się dwie skrajne formy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego:

- sztywna strategia BCI (*strict inflation targeting*),
- elastyczna strategia BCI (*flexible inflation targeting*).

W przypadku sztywnej strategii bezpośredniego celu inflacyjnego bank centralny przyjmuje jedynie wąski przedział odchyłeń rzeczywistej inflacji od jej poziomu planowanego i uznanego za dopuszczalny. Sytuacja ta wymaga, aby przesunięcia czasowe w występowaniu skutków decyzji polityki pieniężnej były nieznaczne, zaś sama polityka musi podlegać częstym modyfikacjom. Do transmisji impulsów polityki pieniężnej wykorzystuje się wówczas kanał kursu walutowego, co wymaga dużej elastyczności kursu tejże waluty⁶⁰.

Natomiast elastyczna strategia BCI, dopuszczając szeroki przedział odchyłeń rzeczywistej inflacji od zakładanej, pozwala na dłuższą obserwację sytuacji rynkowej dla oszacowania przyczyn zmian poziomu cen. W sytuacji, gdy są one skutkiem tymczasowych szoków na rynku, oczekuje się, że rynek sam doprowadzi do ich zneutralizowania, zaś działania podejmowane są wyłącznie wtedy, gdy zmiany poziomu cen mają charakter długoterminowy. Polityka ta jest bardziej przejrzysta od poprzedniego wariantu, gdyż wymaga znacznie rzadszych zmian realizowanej strategii i wybiórczego korygowania poziomu celu inflacyjnego. Daje ona bankowi centralnemu możliwość skoncentrowania się na prowadzeniu długoterminowej polityki dezinflacji, a w mniejszym stopniu na osiągnięciu celów średnio- czy krótkookresowych. Może to przyczynić się do zmniejszenia oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych, a w konsekwencji zmniejszyć częstotliwość oraz poziom indeksacji stóp procentowych i cen⁶¹.

Istnieje też inna interpretacja powyższych dwóch wersji strategii BCI. Wg L.E.O. Svenssona ze strategią BCI w wersji *strict* ma się do czynienia wtedy, gdy jedynym celem banku centralnego jest utrzymywanie inflacji na poziomie jak najbardziej zbliżonym do wyznaczonego. Natomiast w wersji *flexible*, bank centralny – oprócz celu inflacyjnego – ma na uwadze również takie wielkości, jak stabilność stóp procentowych, kursu walutowego, wzrostu gospodarczego lub stopy bezrobocia⁶².

⁶⁰ M. Musielak – Linkowska, *Strategie polityki...*, op. cit., s. 67.

⁶¹ Ibidem, s. 68.

⁶² L.E.O. Svensson, *Inflation targeting in an open economy: Strict or flexible inflation targeting?*, Working Paper No. G97/8, Reserve Bank of New Zealand, Wellington 1997, s. 5.

Innym podziałem strategii BCI jest wyróżnienie jej trzech odmian na podstawie kryteriów uwzględniających poziom przejrzystości prowadzonej polityki oraz poziom wiarygodności, jaką cieszą się władze monetarne. W tym przypadku mówi się o⁶³:

- pełnej strategii BCI (*full-fledged inflation targeting*) – stosowanej w krajach o średnim lub wysokim stopniu wiarygodności, przy jasnym zobowiązaniu do realizacji celu inflacyjnego i sformalizowaniu tego zobowiązania w formie zwiększenia odpowiedzialności banku centralnego za realizację wytyczonego celu,
- eklektycznej strategii inflacyjnej (*eclectic inflation targeting*) – stosowanej tam, gdzie bank centralny również cieszy się dużą wiarygodnością, która umożliwia mu utrzymywanie niskiej, stabilnej inflacji, jednak bez pełnej przejrzystości i odpowiedzialności za cel inflacyjny; choć elastyczność polityki pieniężnej pozwala stabilizować dochód, to stabilność cen nadal pozostaje celem nadrzędnym,
- lekkiej strategii inflacyjnej (*inflation targeting lite*), w której cel inflacyjny ogłoszony jest dość szeroko, a gospodarki charakteryzują się stosunkowo niską wiarygodnością, złymi warunkami instytucjonalnymi, wysoką podatnością na szoki gospodarcze i niestabilność finansową; ta forma strategii traktowana jest zazwyczaj jako forma przejściowa przed wprowadzeniem pełnej strategii BCI.

1.3.2. Zalety i wady strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

Szerokie grono entuzjastów stosowania strategii BCI podkreśla liczne jej zalety, do których należą⁶⁴:

- eliminacja problemu dynamicznej niespójności czasowej pomiędzy działaniami władzy monetarnej, a ich efektami w realnej sferze gospodarki, który prowadzi do powstania wyższego przeciętnego poziomu inflacji – banki centralne prowadzące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego są zorientowane na przyszłość, co oznacza, że prowadząc politykę monetarną, uwzględniają opóźnienia czasowe w występowaniu efektów impulsów polityki pieniężnej i podejmują działania wyprzedzające w stosunku do zdarzeń zachodzących w gospodarce;
- obniżenie zmienności inflacji – zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych na poziomie ogłoszonego celu w połączeniu ze znaczną elastycznością w

⁶³W. Przybylska-Kapuścińska, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, 2006, nr 4, s. 7-8.

⁶⁴ Na podstawie: M. Musielak-Linkowska, *Strategie polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka...*, op. cit., 70-86.

prowadzeniu polityki pieniężnej po stronie banku centralnego sprzyjają zmniejszeniu zmienności inflacji;

- możliwość wspomagania stabilizowania dochodu ze względu na elastyczność w sposobie realizacji strategii;
- obniżenie oczekiwań inflacyjnych, dzięki czemu zmniejsza się wpływ szoków gospodarczych;
- wzmocnienie wiarygodności banku centralnego – bank centralny jest odpowiedzialny za osiąganie wyraźnie sprecyzowanego celu i prezentowanie przejrzystych, zrozumiałych raportów, prognoz, wyjaśnień dotyczących sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. Poprzez „dotrzymanie słowa” i konsekwentną realizację celów inflacyjnych bank centralny buduje swoją reputację i zdobywa zaufanie otoczenia gospodarczego;
- jasność i przejrzystość polityki pieniężnej – przejrzystość prowadzonej polityki ułatwia jej zrozumienie przez otoczenie i umożliwia sprawniejsze zarządzanie oczekiwaniami inflacyjnymi; dzięki zwiększonemu zaufaniu podmiotów gospodarczych do zobowiązania się banku centralnego do utrzymywania długotrwałej stabilności poziomu inflacji, usprawnia się reagowanie władzy monetarnej na szoki podażowe;
- wysoka przejrzystość i wiarygodność polityki pieniężnej zwiększają skuteczność realizacji celu inflacyjnego oraz pomagają zmniejszać koszty dezinflacji;
- jasno sformułowana odpowiedzialność banku centralnego za realizację wyznaczonego celu, która minimalizuje niebezpieczeństwo wywierania nacisków politycznych na władze monetarne, aby te stymulowały krótkookresowy wzrost gospodarczy, prowadząc politykę bardziej ekspansywną (a więc i proinflacyjną);
- większe prawdopodobieństwo podejmowania przez bank centralny trafnych, wyważonych decyzji ze względu na oparcie ich o wszelkie dostępne informacje (tj. szerokie spektrum dostępnych wskaźników obrazujących stan gospodarki, jak i informacje o charakterze jakościowym);
- wykorzystanie czytelnej dla podmiotów gospodarczych kotwicy nominalnej – stopy inflacji;
- brak konieczności wprowadzania okresowych korekt wyznaczonego celu inflacyjnego;
- duża elastyczność w prowadzeniu polityki pieniężnej – strategia BCI charakteryzuje się sporą dozą uznaniowości (*discretion*) w podejmowaniu decyzji monetarnych, co pozostawia bankowi centralnemu swobodę wyboru w reagowaniu na szoki gospodarcze.

Choć strategia bezpośredniego celu inflacyjnego cieszy się niestąbnym powodzeniem i – jak wskazano powyżej – nie bez powodu, nie brak też głosów krytycznych pod jej adresem. Wśród słabych stron strategii BCI wskazuje się na to, że:

- bank centralny nie ma i nie może mieć doskonałej kontroli nad inflacją, gdyż po pierwsze jej poziom zależy także od czynników od niego niezależnych, a po drugie, kontrolę inflacji utrudnia niekompletna znajomość mechanizmów transmisji, niepewność dotycząca rzeczywistego stanu gospodarki czy ewentualnych przyszłych szoków w gospodarce;
- trudne jest monitorowanie inflacji również ze względu na to, iż reaguje ona na zmiany instrumentów z długimi i podlegającymi wahaniom opóźnieniami czasowymi, przez co trudno na bieżąco ocenić ich wpływ na poziom inflacji;
- nadmierne koncentrowanie się wyłącznie na inflacji może prowadzić do większych fluktuacji dochodu⁶⁵;
- prowadzenie strategii BCI wymaga od banku centralnego doskonałej znajomości niedoskonale rozpoznanych mechanizmów, zachodzących pomiędzy instrumentami polityki pieniężnej a celem ostatecznym, czyli pożądanym poziomem inflacji, stąd też jest bardziej wymagająca niż reżimy oparte na celach pośrednich.

Podsumowując, warto zauważyć, iż historycznie najnowsza i obecnie najpopularniejsza strategia polityki pieniężnej pojawiła się najpierw w praktyce banków centralnych, a dopiero potem stała się przedmiotem rozwiniętych analiz teoretycznych⁶⁶. Jej popularność wynika stąd, że pozwala ona na tworzenie warunków stabilnego rozwoju gospodarczego i niskiej inflacji w długim okresie, a nie tylko realizację krótko- i średniookresowych celów polityki pieniężnej za wszelką cenę, bez uwzględniania jej długookresowych konsekwencji oraz kosztów⁶⁷. Ograniczeniu inflacji i utrzymaniu jej na niskim poziomie ma służyć odpowiednie zarządzanie oczekiwaniami podmiotów gospodarczych, co do kształtowania się poziomu inflacji, czy poczynań władz monetarnych, w tym słuszności i skuteczności ich decyzji. Przekazanie uczestnikom rynku dokładniejszej informacji na temat tego, jak bank centralny podejmuje decyzje dotyczące polityki pieniężnej, pomaga zredukować spekulacje finansowe, zmniejsza oczekiwania operatorów rynkowych

⁶⁵ Z tym argumentem niekoniecznie należy się zgadzać, gdyż bank centralny realizujący strategię BCI dysponuje wystarczającą elastycznością, aby łagodzić skutki szoków popytowych. Ponadto cel inflacyjny najczęściej wyznaczany jest nie punktowo, ale w postaci przedziału wahań – co, dodatkowo, zwiększa „margines swobody” w podejmowaniu stosownych działań przez bank centralny.

⁶⁶ R. Kokoszczynski, *Współczesna polityka...*, op. cit., s. 86.

⁶⁷ B. Bernanke, F.S. Mishkin, *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy*, NBER Working Paper, No. 5893, Cambridge (Ma.), 1997, s. 8-12.

odnośnie przyszłych decyzji władz monetarnych i przyszłej ewolucji zmiennych docelowych banku centralnego, a zatem redukuje zmienność rynku⁶⁸. U podstaw skuteczności strategii BCI leży zatem prowadzenie polityki pieniężnej w sposób przejrzysty i zrozumiały dla otoczenia gospodarczego. Szczegółowe omówienie istoty przejrzystości polityki banku centralnego, jej przyczyn, rodzajów i konsekwencji, jakie wywołuje, jest tematem następnego rozdziału.

⁶⁸M. Doman, R. Doman, *Przejrzystość polityki pieniężnej a dynamika stóp procentowych*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 175-189.

Rozdział 2. Przejrzystość polityki banku centralnego¹

Bank centralny jest instytucją, która w imieniu państwa prowadzi politykę pieniężną, działając w określonych uwarunkowaniach instytucjonalnych, politycznych i gospodarczych. Ewolucja teorii ekonomii doprowadziła do powszechnej akceptacji tezy, że jako reprezentant władzy publicznej bank centralny najlepiej przyczynia się do dobrobytu społecznego, dbając o stabilność cen i stabilność całego systemu finansowego. Niska inflacja bowiem zmniejsza asymetrię informacji, sprzyja efektywnej alokacji zasobów, co z kolei sprzyja procesom inwestycyjnym i oszczędzaniu, a w długim okresie wspiera wzrost gospodarczy. To zaś stwarza stabilne warunki funkcjonowania dla instytucji finansowych i ich klientów, gdyż zmniejsza się niepewność, co ułatwia podejmowanie decyzji, wydłuża ich horyzont czasowy oraz umożliwia trafny rachunek ekonomiczny². Podobnie, stabilny system finansowy stanowi podstawę ukształtowania się przewidywalnego mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki i przyczynia się do utrzymania stabilności monetarnej³. Z kolei brak pewnego i bezpiecznego systemu finansowego wiąże się z niepewnością i ryzykiem, zniechęca do zawierania długookresowych umów oraz uniemożliwia właściwe funkcjonowanie instytucji pośrednictwa finansowego.

Na przestrzeni lat skala zaangażowania banków centralnych w działania na rzecz realizacji dwóch najważniejszych celów – stabilizacji cen i wspierania stabilności systemu finansowego – zmieniała się wraz uwarunkowaniami zewnętrznymi⁴. Stagflacja lat 70-tych spowodowała, że w samym centrum uwagi i troski ze strony instytucji monetarnych znalazła się walka z inflacją, i to jej podporządkowane były działania polityki pieniężnej. Jednak po sukcesach polityki antyinflacyjnej w latach 80-tych i na początku lat 90-tych (co wiązało się z przyjęciem w wielu krajach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego), władze monetarne na świecie – zaalarmowane turbulencjami na rynkach finansowych w latach 90-tych – zaczęły coraz większą wagę przykładać do konieczności zapewnienia stabilności systemu finansowego. Zaangażowanie banków centralnych w kwestie stabilności finansowej wynika z kilku powodów.

¹ W niniejszym rozdziale wykorzystano fragmenty artykułu: V. Kałuzińska, *Przejrzystość polityki banku centralnego – istota i pomiar*, w: *Gospodarka. Technologia. Przedsiębiorstwo*, red. M. Sławińska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 17-33.

² M. Kiedrowska, P. Marszałek, *Bank centralny i stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt”, czerwiec 2003, s. 3

³ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia” 2004, Zeszyt nr 179, s. 8.

⁴ *Ibidem*, s. 8.

Po pierwsze, choć za podstawowy i statutowy mandat banków centralnych jest uznawana stabilność monetarna, (co znajduje potwierdzenie w statutach banków centralnych, ustawach, a nawet w konstytucjach), to jest ona ściśle połączona ze stabilnością finansową. Podkreśla się, że – choć zarówno inflacja, jak i deflacja stanowią zjawiska niekorzystne z punktu widzenia stabilności finansowej – to sama stabilność cen jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym dla osiągnięcia stabilności systemu finansowego⁵. Mimo, iż w krótkim okresie obydwie kategorie mogą stanowić cele konkurencyjne, to w długim okresie wzajemnie się uzupełniają. Nie ma wątpliwości, że zakłócenia w systemie finansowym znacznie utrudniają zachowanie stabilnego poziomu cen, zaś stabilność cen wpływa korzystnie na stabilność finansową, choć – jak wspomniano - jej nie gwarantuje⁶. Z perspektywy banków centralnych zatem utrzymanie stabilności systemu finansowego jest szczególnie istotne ze względu na to, że jego niestabilność zakłóca mechanizm transmisji impulsów monetarnych do sfery realnej, co utrudnia skuteczne prowadzenie polityki pieniężnej i realizację nadrzędnego celu, tj. osiągnięcia i utrzymania stabilności monetarnej.

Po drugie, banki centralne są instytucjami o najdłuższej tradycji działań na rzecz wspierania stabilności systemu finansowego⁷, choć tylko niektóre mają ten cel zapisany *explicite* w ustawie o banku centralnym lub innym oficjalnym dokumencie prawnym. W większości przypadków cel ten traktowany jest *implicite*, a ustawowa funkcja banków centralnych w zakresie wspierania stabilności systemu finansowego ograniczona jest do działań na rzecz efektywności i bezpieczeństwa systemu płatniczego, będącego najważniejszym elementem infrastruktury rynków finansowych⁸.

Po trzecie, zaangażowanie banku centralnego w prace na rzecz stabilnego funkcjonowania systemu finansowego wynika również z powierzenia mu nadzoru nad systemowo ważnymi systemami płatniczymi. System płatniczy stanowi najważniejszy element infrastruktury rynków finansowych, a jego sprawność i bezpieczeństwo stanowią

⁵ T. Padoa – Schioppa, *Central Banks and Financial Stability*, European Central Bank, Speech in Jakarta, July 2003.

<http://www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp030707.en.html>

⁶ Jako przykład często podawane są problemy sektora bankowego Japonii w latach 90-tych, czy w Stanach Zjednoczonych na początku lat 90-tych i od roku 2007, narastające w środowisku niskiej inflacji.

⁷ Początki bankowości centralnej zazwyczaj łączy się z okresem, gdy podjęły się one pełnienia funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji (*lender-of-last-resort*, dziś określanej często jako awaryjne wsparcie płynnościowe – *emergency liquidity support*). Twierdzi się, że było to równoznaczne z uznaniem przez nie odpowiedzialności za stabilność całego systemu finansowego (F. Capie, C. Goodhart, S. Fisher, N. Schnadt, *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, Cambridge 1994).

⁸ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki...*, op. cit., s. 8.

podstawowy warunek funkcjonowania systemu finansowego jako całości⁹. Dlatego też wspomniane dwa cele: stabilności monetarnej przede wszystkim, ale i stabilności systemu finansowego są przedmiotem troski ze strony władz monetarnych. Kryzys światowych finansów, zapoczątkowany na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych w 2007 r., zachwiały wiarą w samoregulacyjne możliwości rynku i sprawił, że bezpieczeństwo systemu finansowego na niezwykle dziś złożonym i nieprzejrzystym globalnym rynku finansowym ponownie stało się przedmiotem ożywionych dyskusji (por. rozdział I).

Działając w ramach wybranej strategii, bank centralny realizuje swoją misję, wykorzystując szereg dostępnych mu narzędzi, takich jak: okna redyskontowe, rezerwy obowiązkowe, operacje otwartego rynku itd. Stosunkowo niedawno jednak zwrócono uwagę na znaczenie innych instrumentów, będących do dyspozycji banku centralnego. Od lat 90-tych ubiegłego wieku w konsekwencji stopniowego zwiększania się niezależności banków centralnych nastąpił wzrost znaczenia tzw. aspektów jakościowych w tejże polityce, tj. wzrost roli wiarygodności, przejrzystości i odpowiedzialności demokratycznej.

Celem niniejszego rozdziału jest przedstawienie roli i miejsca przejrzystości polityki banku centralnego jako jednego z instrumentów jakościowych, dzięki którym stara się on wypełniać swoje statutowe funkcje.

2.1. Istota i rodzaje przejrzystości

Bank centralny jest głównym podmiotem rynku pieniężnego i polityki pieniężnej. Jego decyzje mają zasadniczy wpływ na życie gospodarcze kraju. Wraz z rozwojem makroekonomii strategii polityki pieniężnej, podobnie jak jej cele i instrumenty, ulegały zasadniczym zmianom, co umożliwiło bankom centralnym realizację ich celów w danym okresie oraz w określonych warunkach wewnętrznych i zewnętrznych gospodarki¹⁰. We współczesnej bankowości centralnej panuje powszechna zgodność, iż podstawowym i najważniejszym celem polityki pieniężnej winno być osiągnięcie i utrzymanie stabilnej, niskiej inflacji, gdyż tworząc korzystne, przewidywalne warunki gospodarowania, najskuteczniej przyczynia się ona do dobrobytu społecznego. Niska inflacja nie spełni jednak związanych z nią oczekiwań bez stabilnego, wiarygodnego systemu finansowego. Doświadczenia ostatnich lat sprawiły, że i stabilność systemu – obok stabilności cen – znalazło się w centrum troski władz monetarnych.

⁹ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, „Materiały i Studia” 2004, Zeszyt nr 173, s. 9.

¹⁰ M. Musielak – Linkowska, *Cel inflacyjny w Polsce. Założenia i realizacja*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 7.

Bank centralny w dążeniu do realizacji przyjętego celu inflacyjnego wykorzystuje wszelkie dostępne mu instrumenty, których dobór zależy od sytuacji gospodarczej kraju, stopnia rozwoju rynków finansowych, czy przyjętego sposobu realizacji polityki pieniężnej. Wskazuje się przy tym, że efektywność stosowania poszczególnych narzędzi zależy od stopnia uznaniowości w ich stosowaniu oraz od stabilności otoczenia¹¹.

Od lat 90tych ubiegłego wieku coraz większą popularnością cieszy się strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, dzięki której bankom centralnym udało się odnieść znaczące sukcesy w walce z inflacją. Jednocześnie niewspółmiernie wzrosła rola tzw. aspektów jakościowych w polityce pieniężnej, tj. wiarygodności i przejrzystości tejże polityki oraz odpowiedzialności demokratycznej organu ją prowadzącego. Jednym z podstawowych warunków skuteczności strategii BCI jest bowiem prowadzenie polityki pieniężnej w sposób wiarygodny, przejrzysty i zrozumiały dla otoczenia gospodarczego. Banki centralne starają się wyjaśniać opinii publicznej przesłanki swej polityki monetarnej, aby uczestnicy życia gospodarczego – w tym inwestorzy na rynkach finansowych – mogli uwzględniać w swych decyzjach najbardziej prawdopodobne zmiany wysokości stopy procentowej, oraz aby wiedzieli, w jaki sposób dany bank centralny stara się zapewnić gospodarce długookresową stabilność inflacji¹².

Zdobycie zaufania podmiotów gospodarczych sprzyja ograniczaniu i stabilizacji oczekiwań inflacyjnych na poziomie ogłoszonego celu oraz stabilizacji stóp procentowych¹³ - jednemu z podstawowych instrumentów wykorzystywanych przez bank centralny w realizacji jego misji. Daje to bankowi centralnemu większą swobodę w prowadzeniu polityki pieniężnej, a także sprzyja stabilizacji rynków finansowych (choć jej nie gwarantuje). Zwiększona przejrzystość polityki pieniężnej i wypracowanie coraz skuteczniejszych kanałów komunikacji między bankiem centralnym a rynkami obniżają prawdopodobieństwo drastycznych różnic w ich ocenie sytuacji makroekonomicznej oraz działań ze strony władz monetarnych, jakie byłyby najwłaściwsze w danym momencie i przy danych perspektywach dalszego rozwoju wydarzeń w gospodarce. Oznacza to, że gdy oczekiwania operatorów rynkowych są spójne z polityką prowadzoną przez bank centralny, większe są szanse na

¹¹ Ibidem, s. 6.

¹² A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 138.

¹³ Bank centralny za pośrednictwem operacji otwartego rynku i stopy referencyjnej, wyznaczającej minimalną stopę procentową w ramach operacji otwartego rynku, wpływa na poziom stóp rynkowych o porównywalnym terminie zapadalności. Przy założeniu, że bank centralny nie wpływa na poziom kursu walutowego, krótkoterminowa stopa procentowa jest tym instrumentem, za pośrednictwem którego bank centralny stara się wpływać na gospodarkę. (P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 125.)

skuteczniejsze przełożenie się impulsów monetarnych na stopy procentowe i kurs walutowy oraz na obniżenie wahań na rynkach finansowych.

Wiarygodna i przejrzysta polityka pieniężna sprzyja więc efektywnemu wykorzystaniu różnych kanałów transmisji impulsów monetarnych, gdyż podmioty gospodarcze lepiej rozumieją i antycypują intencje oraz motywy i skutki działań banku centralnego. Gdy bank centralny i operatorzy na rynkach finansowych podobnie interpretują wydarzenia, pojawiające się w gospodarce, nowe informacje najprawdopodobniej przesuną poziom rynkowych stóp procentowych w kierunku pożądanym przez bank centralny, wyprzedzając wręcz podjęcie przez niego własnych działań.

Przejrzystość wzmacnia niezależność władzy monetarnej poprzez ograniczenie ryzyka wykorzystania polityki pieniężnej do realizacji krótkookresowych celów politycznych¹⁴. Z drugiej strony, wzrost przejrzystości polityki pieniężnej stał się niejako naturalną konsekwencją zdobycia przez banki centralne niezależności. Konieczność zapewnienia demokratycznej legitymizacji działań niezależnego banku centralnego wymaga, aby ten wyjaśniał wszelki swoje działania w sposób jasny, klarowny i zrozumiały.

Warte podkreślenia jest również i to, że - jak w przypadku każdego innego rodzaju polityki - również polityce pieniężnej przydaje się społeczne zrozumienie i poparcie. Jeśli bank centralny, próbując uchronić gospodarkę przed przegrzaniem, próbowałby podjąć działania w kierunku zacieśnienia prowadzonej polityki pieniężnej, mógłby stać się obiektem ostrej krytyki ze strony społeczeństwa, nierozumiejącego motywów jego działań. Dlatego tak ważne jest, aby społeczeństwo zdawało sobie sprawę z tego, co polityka pieniężna może, a czego nie jest w stanie osiągnąć oraz, że niska i stabilna inflacja jest zaledwie środkiem do celu, którym ma być zdrowa, rozwijająca się gospodarka, która zapewnia wysoki poziom zatrudnienia i wysoki standard życia w środowisku względnej stabilności¹⁵.

Choć korzyści wynikające z przejrzystości polityki banku centralnego wydają się niezaprzeczalne, to nie ma zgodności, co do optymalnego poziomu przejrzystości, bądź rodzaju informacji, które powinny - bądź nie powinny - być publicznie ogłaszane. Powszechne jest przekonanie, iż w odniesieniu do kwestii, dotyczących np. bezpieczeństwa systemu finansowego, pełna przejrzystość nie jest wskazana, ze względu na ryzyko wystąpienia „pokusy nadużycia”. Niektórzy autorzy wskazują też, że z przejrzystością związane są również pewne koszty: ryzyko utraty reputacji przez bank centralny, gdy ten nie

¹⁴ M. Musielak - Linkowska, *Cel...*, op. cit., 2007, s. 8.

¹⁵ Ch. Freedman, D. Laxton, *Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability*, IMF Working Paper, December 2009, s. 4.

jest w stanie wywiązać się ze swych obietnic, koszty tworzenia i dostarczania informacji, ryzyko pojawienia się szumu informacyjnego (w przypadku nadmiernej ilości informacji), który – miast zmniejszyć – dodatkowo zwiększy asymetrię informacji, przynosząc więcej szkód niż korzyści. „W świecie, w którym – w przeciwieństwie do większości standardowych modeli ekonomicznych – nie da się zignorować ograniczeń poznawczych, większa ilość informacji i większa ich szczegółowość nie przekładają się automatycznie na większą przejrzystość i lepsze zrozumienie. Niekoniecznie też musi prowadzić do trafniejszych posunięć w procesie decyzyjnym¹⁶”.

Przejrzystość polityki banku centralnego jest pojęciem złożonym, wieloaspektowym, które trudno ująć w jednoznacznej definicji. W literaturze przedmiotu spotyka się dwie zasadnicze koncepcje przejrzystości.

- **W ujęciu wąskim (instytucjonalnym)** przez przejrzystość polityki banku centralnego należy rozumieć zakres, w jakim władze monetarne ujawniają informacje istotne z punktu widzenia prowadzenia polityki pieniężnej¹⁷. Definicja ta odnosi się do ilości i dokładności informacji przekazywanych otoczeniu przez bank centralny, a ujawnianie przez bank centralny dokładnych („prywatnych”) informacji ma na celu redukcję asymetrii informacji i niepewność na rynku¹⁸ (przy założeniu, iż rynek działa efektywnie, a oczekiwania jego uczestników mają charakter racjonalny). Definicja ta jest tożsama z koncepcją ‘otwartości’ Winklera (tabela 2).

- **Ujęcie szerokie (behawioralne)** natomiast identyfikuje przejrzystość ze stopniem rzeczywistego zrozumienia przez społeczeństwo istoty polityki monetarnej i działań banku centralnego¹⁹, innymi słowy ze skutecznym komunikowaniem się. Jak wyjaśniono, podkreśla się, że „więcej” wcale nie oznacza „lepiej”, gdyż o skuteczności polityki pieniężnej decyduje przydatność, jakość i jasność ujawnianych informacji, a nie ich ilość, która wręcz może skutecznej komunikacji zaszkodzić. Kluczową kwestię stanowi tutaj zakres, w którym obydwie strony komunikacji (bank i otoczenie) te same sygnały i informacje rozumieją i interpretują identycznie.

Pierwsza definicja, dotycząca dostępności informacji niezbędnych do tego, aby zainteresowane podmioty wyrobiły sobie pogląd o kierunkach polityki pieniężnej, podjętych

¹⁶ B. Winkler, *Which Kind of Transparency? On The Need for Clarity in Monetary Policy-Making*, IFO Studien, Jg 48, Nr 3, 2002, s. 414.

¹⁷ P. M. Geraats, *Transparency in Monetary Policy: Does the Institutional Framework Matter?* University of Cambridge, Spring Seminar, 2002. <http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/geraats/tpinde.pdf>

¹⁸ M. Goodfriend, *Monetary mystique: secrecy and central banking*, “Journal of Monetary Economics”, No. 17, 1986, s. 63-92.

¹⁹ B. Winkler, *Which kind...*, op. cit., 2000.

decyzjach i ich przyczynach oraz kształtowaniu się wielkości monetarnych (zwł. inflacji) ma tę zaletę, że umożliwia względnie łatwy pomiar przejrzystości za pomocą wskaźnika agregującego instytucjonalne rozwiązania przyjęte dla banku centralnego. Druga definicja natomiast, akcentującą klarowność przekazu, jego zgodność ze stanem faktycznym (szczerłość) i sposób odbioru przez otoczenie, może powodować problemy z operacjonalizacją w badaniach empirycznych terminów takich, jak szczerłość czy klarowność²⁰.

Tabela 2. Wybrane definicje i cechy przejrzystości polityki pieniężnej

Autor	Definicja i cechy przejrzystości
R. Keleher ²¹ 1997	Przejrzysta polityka pieniężna to polityka: <ul style="list-style-type: none"> • bez „tajemnic” w sposobie prowadzenia polityki i podejmowanych działaniach, • która nie jest dwuznaczna, • zrozumiała na zewnątrz: dla zwykłych ludzi, przedsiębiorstw, banków.
B. Winkler ²² 2002	Przejrzystość w polityce pieniężnej to stopień rzeczywistego zrozumienia mechanizmów nią kierujących oraz decyzji banku centralnego przez otoczenie gospodarcze. Cechy przejrzystej polityki pieniężnej: <ul style="list-style-type: none"> • otwartość (<i>openess</i>) dotycząca ilości i precyzji ujawnianych przez bank centralny informacji, • jasność (<i>clarity</i>) prezentowania informacji i ich interpretacji, • jednolitość pojmowania (<i>common understanding</i>) – jako konieczny warunek skutecznego komunikowania się między bankiem centralnym a pozostałymi uczestnikami rynku (a przez to i dla przejrzystości): wszelkie informacje i procesy muszą być rozumiane i interpretowane przez obydwie strony tak samo, • uczciwość (<i>honesty</i>) – odnosi się do stopnia spójności między sposobem, w jaki bank centralny rozumie i analizuje poszczególne informacje dla swoich wewnętrznych potrzeb, a tym, który przedstawia w komunikacji z otoczeniem zewnętrznym.
K. Szelaąg ²³ 2003	<ul style="list-style-type: none"> • wąskie pojmowanie przejrzystości polityki pieniężnej: przekazywanie informacji dotyczących wewnętrznego procesu podejmowania decyzji przez bank centralny, • szerokie pojmowanie przejrzystości polityki pieniężnej: wyjaśnienie, w jaki sposób polityka pieniężna wykorzystywana jest do osiągania celów, które zostały jej postawione. Stosowana przez bank centralny strategia polityki pieniężnej przyczynia się

²⁰ J. Pietrucha, *Ramy instytucjonalne polityki pieniężnej – teoria i pomiar*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2008, s. 93.

²¹ R. E. Keleher, *Transparency and Federal Reserve Monetary Policy*, Joint Economic Committee Study, November 1997, s.2.

²² B. Winkler, *Which kind of transparency?...*, op. cit., s. 414-421.

Autor	Definicja i cechy przejrzystości
	do zwiększenia przejrzystości jego działań, jeżeli zapewnia systematyczną interakcję pomiędzy wewnętrznym procesem podejmowania decyzji a komunikacją z otoczeniem zewnętrznym.
M. Berardi, J. Duffy ²⁴ 2005	Celem przejrzystości polityki banku centralnego jest zmniejszenie lub eliminacja asymetrii informacji między nim a sektorem prywatnym. Przejrzystość polityki banku centralnego należy rozumieć jako społeczne zrozumienie wybranego przez niego modelu polityki, w przeciwieństwie do bardziej tradycyjnego podejścia, utożsamiającego przejrzystość z mniejszą lub większą ilością udostępnianych przezeń informacji.
A. C. Sibert ²⁵ 2005	O banku centralnym można powiedzieć, że jest przejrzysty, jeśli otoczenie jest w stanie obserwować jego działania i planowany poziom inflacji.

Źródło: V. Kałuzińska, *Przejrzystość w polityce banku centralnego*, Zeszyty Studiów Doktoranckich, nr 40, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2008, s. 54-55.

Wskazane definicje akcentują rolę przejrzystości w ograniczaniu asymetrii informacji między bankiem centralnym a podmiotami gospodarującymi, które dzięki niej lepiej rozumieją, właściwie odczytują i trafniej antycypują intencje i decyzje władz monetarnych.

Na szczególną uwagę zasługuje definicja B. Winklera, która bardzo szeroko traktuje przejrzystość, utożsamiając ją ze skuteczną komunikacją. Jak słusznie zauważa autor, w świecie, który jest skomplikowany, pełen niepewności, podlegający ciągłym zmianom i poddawany różniącym się między sobą ocenom ze strony banków centralnych i podmiotów gospodarczych, skuteczna komunikacja wymaga czegoś więcej niż tylko podzielenia się wszystkimi dostępnymi informacjami²⁶. Ujawnianie wszystkich danych autor określa jako jeden z warunków przejrzystości, nazywany ‘otwartością’. Sama otwartość nie przekłada się automatycznie na wzajemne zrozumienie. Informacja musi być przetworzona, ustrukturyzowana, skonkretyzowana, uproszczona i przedstawiona w odpowiednim kontekście, aby została zrozumiana. Aspekt ten z kolei określany jest tu jako klarowność (jasność) w przekazywaniu i interpretowaniu informacji.

Potrzeba klarowności pojawia się już na etapie selekcji danych, które mają stanowić treść komunikatu. Nabiera jednak jeszcze większego znaczenia w procesie jego efektywnej

²³ K. Szelaąg, *Strategia jednolitej polityki w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, „Materiały i Studia” 2003, Zeszyt nr 162, s. 32.

²⁴ M. Berardi, J. Duffy, *The Value of Central Bank Transparency when the Agents are learning*, NBP Conference Papers, May 2005.

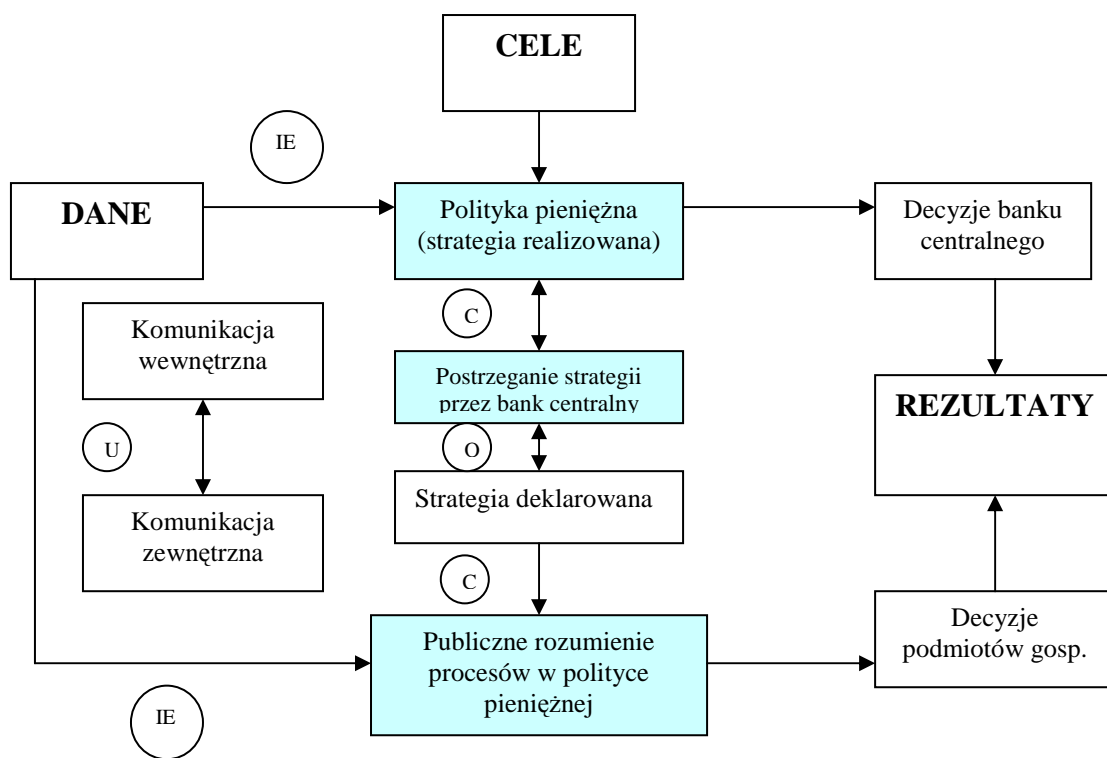
²⁵ A. C. Sibert, *Is Central Bank Transparency Desirable?*, Conference Papers, 20 April 2005.

²⁶ B. Winkler, *Which kind of transparency?...*, op. cit., s. 410.

transmisji. Ta bowiem zależy nie tylko od nadawcy (i tego, w jakiej formie przekaże on daną informację), ale i odbiorcy (i jego zdolności zrozumienia jej).

Warunkiem skutecznej komunikacji – zdaniem Winklera - jest to, aby obydwie strony posługiwały się tym samym systemem kodowania i odkodowywania informacji (aby mówiły „tym samym językiem”). Etap ten określany jest jako ‘jednolitość pojmowania’, czy też jednakowe rozumienie danych treści. Zadawalający jego poziom decyduje o skuteczności komunikacji, a systematyczne jego podwyższanie (czyli zwiększanie stopnia, w którym władze monetarne i podmioty jednakowo rozumieją i interpretują dane zjawiska) winno być celem strategii komunikacyjnej banków centralnych. Uproszczony obraz wzajemnych zależności między strategią polityki pieniężnej a procesem komunikacji przedstawia schemat 2.

Schemat 2. Polityka pieniężna i komunikacja



IE – *information efficiency* – efektywność informacji

C – *clarity* – klarowność przekazu

O – *openness* – otwartość w dzieleniu się informacjami

U – (*common*) *understanding* – ‘jednolitość pojmowania’, stopień, w jakim obydwie strony tak samo rozumieją daną informację.

Źródło: B. Winkler, *Which kind of transparency? On the Need for Effective Communication in Monetary policy-Making*, IFO Studien Jg. 48, Nr 3, 2002, s. 412.

Górna część schematu (pozioma) odnosi się do procesów zachodzących w banku centralnym, polegających na przetwarzaniu i analizowaniu informacji, czego skutkiem jest podjęcie decyzji z zakresu polityki pieniężnej, która – w ramach realizowanej strategii – ma służyć osiągnięciu wyznaczonego celu. Wszystkie trzy elementy: dane o gospodarce, strategia i statutowe cele banku centralnego – nawet w przeciwieństwie do prawdziwych intencji czy zamierzeń władz monetarnych – mogą być bez trudu przedstawione otoczeniu, które dzięki temu otrzymuje szansę monitorowania (i oceniania skuteczności) działań banku centralnego. Podobnie jawne będą efekty polityki pieniężnej, choć na te – jak widać na schemacie – wpływ będą miały również decyzje podmiotów gospodarczych.

Potrzeba przejrzystości – czy też otwartości – odnośnie tych trzech aspektów nie budzi kontrowersji. Problematyczny jednak może być stopień precyzji, z jakim się o nich informuje. Zaciemnione pola na schemacie wyznaczają te elementy procesu decyzyjnego w polityce pieniężnej, których nie da się łatwo zweryfikować czy przekonująco wyjaśnić. Dotyczy to w pierwszej kolejności interpretacji olbrzymiej ilości danych (tak o gospodarce, jak i mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej) w procesie ich przekształcania (przy danych celach) w konkretne decyzje (zaciemnione pole w górnej części schematu).

Zbyt duża otwartość w tym zakresie stoi w sprzeczności z klarownością przekazu: próba upublicznienia zbyt wielu szczegółowych danych może sprawić, że sedno komunikatu nie zostanie dostrzeżone czy zrozumiane przez otoczenie zgodnie z intencjami informującego (czyli banku centralnego). Siłą rzeczy więc opis mechanizmów rządzących polityką pieniężną musi być uproszczony, a dzięki temu łatwy do objaśnienia (jasne pole w środku schematu).

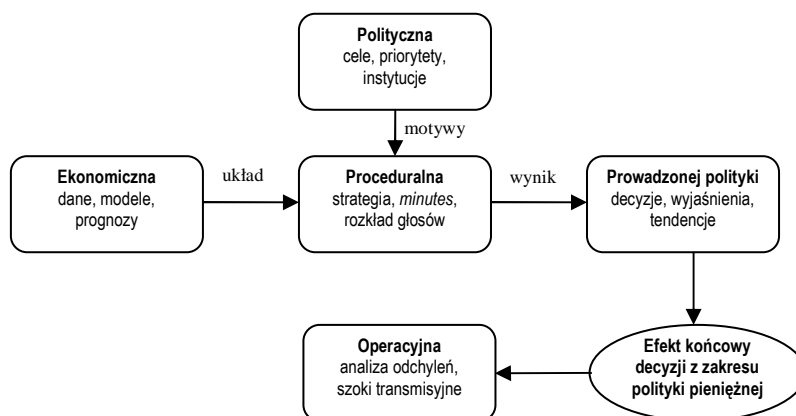
Klarowność (jasność) komunikacji odgrywa równie ważną rolę wewnątrz samego banku centralnego. Ograniczenia poznawcze sprawiają, że i pracownicy - w zależności od tego, jaką wagę przykładają do danego typu informacji o stanie gospodarki – na swój sposób rozumieją realizację polityki pieniężnej, co zostało zilustrowane jako zaciemnione pole w środku schematu. Wreszcie sposób, w jaki uczestnicy rynku pojmują procesy zachodzące w polityce pieniężnej i gospodarce, czy też jak interpretują komunikaty banku centralnego oraz dane napływające z innych źródeł (który z kolei przekłada się na ich decyzje i ostatecznie wpływa też na rezultaty działań władz monetarnych) stanowi źródło asymetrii informacji, będąc niemożliwym do scharakteryzowania czy przewidzenia (zaciemnione pole w dolnej części schematu).

Próbując sprostać wymogom efektywnej komunikacji (tak, aby obydwie strony, tj., bank centralny i otoczenie, cechowała 'jednolitość pojmowania'), władze monetarne muszą balansować między prostotą przekazu a złożonością opisywanych zjawisk; muszą mówić w

sposób przejrzysty i zrozumiały o procesach, które są skomplikowane, złożone i nie do końca rozpoznane.

Wieloaspektowość pojęcia przejrzystości wynika m.in. z tego, że obejmuje ono wiele wymiarów polityki banku centralnego. Niezwykle użyteczną typologię zaproponowała Geraats²⁷, która wyodrębniła 5 podstawowych elementów składowych przejrzystości polityki pieniężnej, odpowiadających poszczególnym etapom procesu decyzyjnego w polityce banku centralnego (schemat 3). W ten sposób autorka wyróżniła przejrzystość polityczną, ekonomiczną, proceduralną, prowadzonej polityki oraz operacyjną.

Schemat 3. Rodzaje przejrzystości a etapy procesu decyzyjnego w polityce pieniężnej



Źródło: S. C. W. Eijffinger, P. M. Geraats, *How transparent are central banks?*, CEPR Discussion Paper No 3188, 2002.

- **Przejrzystość polityczna** (*political transparency*) dotyczy relacji między władzą monetarną a wykonawczą. Zakłada ona jawne ogłaszanie celów polityki banku centralnego, jego priorytetów w przypadku celów wzajemnie się wykluczających, ich kwantyfikację oraz infrastrukturę instytucjonalną (np. niezależność banku centralnego, gwarantująca np. brak nacisków politycznych na jego decyzje).
- **Przejrzystość ekonomiczna** (*economic transparency*) – koncentruje się wokół ujawniania wszystkich rodzajów informacji, wykorzystywanych przez bank centralny przy formułowaniu polityki pieniężnej. Należą do nich: dane statystyczne, modele

²⁷ P. M. Geraats, *Central Bank Transparency*, "Economic Journal" Vol. 112, 2002.

ekonomiczne, prognozy inflacji i PKB, a nawet – coraz częściej – prognozy ścieżki stóp procentowych.

- **Przejrzystość proceduralna** (*procedural transparency*) dotyczy jawności procedur decyzyjnych, czyli tego, w jaki dokładnie sposób zostały podjęte dane decyzje z zakresu polityki pieniężnej, jakie argumenty legły u podstaw ich podjęcia. Temu aspektowi przejrzystości służyć mają: ujawnianie stosowanej strategii, publikowanie *minutes*, czyli zapisów dyskusji, oraz imiennych wyników głosowania.
- **Przejrzystość prowadzonej polityki** (*policy transparency*) zakłada niezwłoczne ogłaszanie decyzji z zakresu polityki pieniężnej oraz ich szczegółowe wyjaśnianie otoczeniu gospodarczemu. Wskazuje się tu również na konieczność przedstawiania podmiotom gospodarczym nie tylko decyzji bieżących, ale i najbardziej prawdopodobnych działań w najbliższej przyszłości.
- **Przejrzystość operacyjna** (*operational transparency*) dotyczy etapu wdrażania decyzji banku centralnego i ich wpływu na stan gospodarki. Bank centralny, którego charakteryzuje przejrzystość operacyjna, powinien wyjaśnić otoczeniu, w jakim stopniu decyzje dotyczące polityki pieniężnej przyczyniły się do osiągnięcia ustalonego celu, bądź też wy tłumaczyć się z ewentualnych błędów. Powinien też informować o ewentualnych zaburzeniach makroekonomicznych, które spowodowały zakłócenia w procesie transmisji impulsów polityki pieniężnej.

Każdy rodzaj przejrzystości może przynieść nieco odmienne efekty: polityczna, ekonomiczna i operacyjna przejrzystość mogą np. zwiększyć wiarygodność w zakresie utrzymania niskiej inflacji; przejrzystość proceduralna może pozytywnie wpłynąć na jakość procesu decyzyjnego, a przejrzystość prowadzonej polityki może mieć pozytywny wpływ na skuteczność oddziaływania na stopy procentowe²⁸.

Podobną klasyfikację proponuje Hahn (2002)²⁹, który jednak wyróżnia trzy typy przejrzystości:

- **przejrzystość celu** (*goal transparency*) – (polityczna w ujęciu Geraats) dotyczy ilościowego określenia celu, który bank centralny zamierza zrealizować (np. określonego poziomu inflacji bądź też dynamiki wzrostu gospodarczego), a także deklaracji, który z kilku obranych celów uważa za nadrzędny;
- **przejrzystość wiedzy** (*knowledge transparency*) – (ekonomiczna i operacyjna w ujęciu Geraats) obejmuje publikowanie danych statystycznych, modeli ekonomicznych, prognoz

²⁸ P. M. Geraats, *Central Bank Transparency...*, op. cit., 2002.

²⁹ V. Hahn, *Transparency in monetary policy: a survey*, w: IFO Studien, Jg.48, Nr 3, 2002.

inflacji, czy też wyników kontroli nadzoru bankowego. Ten rodzaj przejrzystości ma na celu ułatwienie podmiotom gospodarczym budowania właściwych prognoz i podejmowania trafniejszych decyzji, ponadto pozwala im odczytanie intencji banku centralnego i ocenę jego wiarygodności;

- **przejrzystość operacyjna** (*operational transparency*) – (proceduralna i prowadzonej polityki w ujęciu Geraats) dotyczy publicznego ogłaszania decyzji banku centralnego, (np. planowanej wysokości krótkoterminowych stóp procentowych lub interwencji banku na rynku walutowym), oraz sposobów dojścia do tych decyzji (publikacja rozkładu głosów, zapisów dyskusji itd.).

Interesującą klasyfikację przedstawia M. Kiedrowska i P. Marszałek³⁰, którzy dokonują podziału przejrzystości na:

- **przejrzystość strategiczną** – osiąganą poprzez ogłaszanie i wyjaśnianie celów polityki pieniężnej,
- **przejrzystość ekonomiczną** – polegającą na ujawnianiu danych makroekonomicznych, prognoz i modeli wykorzystywanych przez bank centralny,
- **przejrzystość proceduralną** – dotyczącą publikacji decyzji i założeń, sprawozdań lub protokołów z obrad organów decyzyjnych banku centralnego i przebiegu głosowań,
- **przejrzystość operacyjną** – tj. otwartości w zakresie instrumentów polityki pieniężnej i podejmowanych działań.

2.1. Determinanty przejrzystości³¹

Realizując obraną strategię, bank centralny wykorzystuje szereg instrumentów ilościowych i jakościowych, przy czym - jak wskazano wcześniej – zarówno rozpowszechnienie strategii BCI, jak i konkretne działania podjęte w celu zażegnania ostatniego kryzysu wskazują na wzrost znaczenia tych ostatnich w praktyce banków centralnych.

Obok instrumentów polityki pieniężnej, które mają odpowiednią podstawę prawną, istnieje jeszcze szereg instrumentów, które nie znajdują odzwierciedlenia w zapisach prawnych. Są to instrumenty jakościowe, zwane perswazyjno-informacyjnymi, dzięki którym bank centralny stara się wpływać w sposób niesformalizowany – za pomocą sugestii, apeli

³⁰ M. Kiedrowska, P. Marszałek, *Jakościowe aspekty polityki gospodarczej jako przesłanka koordynacji działań władz monetarnych i fiskalnych*, w: *Bankowość wobec procesów globalizacji*, CeDeWu, Warszawa 2003.

³¹ Na podstawie U. Ziarko-Siwiek, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005, s. 60-62.

czy perswazji - na zachowania banków i innych podmiotów gospodarczych. Przyjmują one postać³²:

- deklaracji przyjętych przez banki i inne podmioty,
- umów dżentelmeńskich,
- apeli banku centralnego,
- szeroko pojętej polityki edukacyjno-informacyjnej, prowadzonej przez bank centralny w celu informowania podmiotów gospodarczych o efektach jego działań, celach, zamierzeniach i sposobach realizacji postawionych zadań.

Deklaracje i umowy dżentelmeńskie mają na celu skłonienie podmiotów gospodarczych do przyjęcia przychylniej postawy względem współpracy z bankiem centralnym w celu realizacji jego misji. Apele banku centralnego służą kształtowaniu pewnych postaw banków, ale wyłącznie przez wywieranie presji moralnej i - choć formalnie nie są dla banków wiążące – to potrzeba zachowania prestiżu i dobrych stosunków z bankiem centralnym nakazuje stosowanie się do jego zaleceń³³. Z kolei prowadzenie polityki informacyjnej związane jest z realizacją przez władzę monetarną strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, której filozofia zakłada, że właściwie prowadzona polityka komunikacyjna (kreowanie strumienia informacji i redukcja szumu informacyjnego) zwiększa przewidywalność decyzji dotyczących polityki i ułatwia osiągnięcie przez nią celów³⁴. Przekazanie uczestnikom rynku dokładniejszej informacji na temat tego, jak bank centralny podejmuje decyzje dotyczące polityki pieniężnej, pomaga zredukować spekulacje finansowe, zmniejsza oczekiwania operatorów rynkowych odnośnie przyszłych decyzji władz monetarnych i przyszłej ewolucji zmiennych docelowych banku centralnego, a zatem redukuje zmienność rynku³⁵.

Wymienione w poprzednim podrozdziale kategorie i cechy przejrzystości pozwalają na wyróżnienie pewnych najistotniejszych elementów strategii komunikacyjnej, która ma służyć poprawie przejrzystości polityki pieniężnej. Po pierwsze, strategia informacyjna banku centralnego powinna dążyć do zapewnienia równowagi pomiędzy otwartością polityki a

³² M. Skopowski, M. Wiśniewski, *Współczesna polityka pieniężna – instrumenty*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 10.

³³ Skuteczność w/w sposobów oddziaływania zależy w dużej mierze od ilości banków: przy ich małej liczbie skuteczność apeli czy deklaracji jest wyższa, niż wówczas, gdy banków jest bardzo dużo.

³⁴ A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan, D. J. Fansen, *Central Bank Communication and Monetary Policy: A survey of theory and evidence*, "NBER Working Paper 2008", No. 13932.

³⁵ M. Doman, R. Doman, *Przejrzystość polityki pieniężnej a dynamika stóp procentowych*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 175-189.

prostotą przekazu³⁶. Komunikację banku centralnego z otoczeniem cechuje bowiem asymetria: jest on w posiadaniu informacji niedostępnych większości uczestników życia gospodarczego. Musi w związku z tym dbać o jakość i klarowność swojego przekazu, wybierając informacje istotne i przekazując je otoczeniu w przystępnej formie. Nadmiar udostępnianych informacji może spowodować powstanie tzw. szumu informacyjnego i upowszechniania sprzecznych komunikatów, co nie tylko zakłóca skuteczność komunikacji, ale może prowadzić do większej zmienności i nadreakcji rynków finansowych³⁷. Analogiczny problem może dotyczyć oczekiwań inflacyjnych³⁸. Z drugiej strony nie jest wskazane, aby bank centralny zachowywał dla siebie większość dostępnych mu informacji, skąpo racząc nimi otoczenie, gdyż trudno mu będzie w takich warunkach uchodzić za instytucję wiarygodną. Ponadto zwiększa to koszty zdobywania tychże informacji po stronie uczestników rynku, a także przyczynia się do zwiększenia asymetrii informacji występującej między nimi. Zachowanie równowagi między ilością a jakością informacji stanowi zatem podstawowy warunek skutecznej komunikacji.

Wśród informacji podawanej do publicznej wiadomości na plan pierwszy wysuwa się wyraźne **określenie i publiczne ogłoszenie celu polityki pieniężnej**. Pisemna deklaracja, do czego bank centralny dąży i co chce osiągnąć, pozwala podmiotom gospodarczym zrozumieć decyzje przez niego podejmowane i umożliwia ocenę prawdziwości tych deklaracji i skuteczność działań. Bank centralny może też wyznaczać cele krótkoterminowe, które mają służyć osiągnięciu celu długoterminowego. Konsekwentne realizowanie deklarowanych celów umacnia wiarygodność władz monetarnych i zaufanie, jakim je darzy otoczenie gospodarcze.

Działalność edukacyjna banku centralnego, w tym **wyjaśnianie mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej**, ma na celu zwiększenie stopnia rozumienia

³⁶ K. Szelaż, *Strategia...*, op. cit., s. 32.

³⁷ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 100.

³⁸ Badania S. Morrisa i H. Shina (S. Morris, H. Shin, *Social Value of Public Information*, „American Economic Review” 2002, Vol. 92) pozwoliły autorom wysnuć wniosek, iż jeśli informacja publiczna jest jedynym źródłem informacji, to jej zwiększona precyzja prowadzi do wzrostu dobrobytu społecznego. Jeśli występuje prywatna informacja, to publiczna nie zawsze prowadzi do wzrostu dobrobytu. Natomiast w przypadku precyzyjnej informacji prywatnej zwiększenie informacji publicznej prowadzi do spadku dobrobytu, gdyż podmioty ze względów koordynacyjnych będą przykładać dużą wagę do sygnałów publicznych, co oznacza, że informacja publiczna będzie w tej sytuacji wypychać informację prywatną. W odniesieniu do polityki pieniężnej wyniki wspomnianych badań interpretowano w ten sposób, że nadmiar informacji ze strony banku centralnego może działać destabilizująco na oczekiwania inflacyjne (S. Carpenter, *Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers?*, Federal Reserve Board Working Paper, April 2004). Inni autorzy wykazali jednak, że na poziomie wartości parametrów, które mają uzasadnienie empiryczne, wnioski S. Morrisa i H. Shina przemawiają za przejrzystością, a nie przeciwko niej (więcej: J. Pearlman, *Central Bank Transparency and Private Information in a Dynamic Macroeconomic Model*, ECB Working Paper No. 455, 2005); za: J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 100 – 101).

procesów zachodzących w polityce pieniężnej (w ogóle, a w danym kraju w szczególności) przez uczestników życia gospodarczego. Bank centralny upowszechnia w swoich publikacjach działanie mechanizmu transmisji monetarnej w danym kraju, charakteryzuje wpływ podejmowanych decyzji o zmianie stóp procentowych na stopy rynkowe, inflację, czy produkcję. Ponadto uzasadnia swoje decyzje i motywy podjęcia poszczególnych działań oraz przyczyny odchyleń od założonych celów.

Banki centralne starają się zwiększać swoją przejrzystość poprzez **systematyczną publikację danych i analiz** (np. kwartalnych i rocznych raportów o inflacji, czy miesięcznych biuletynów statystycznych), wykorzystywanych w procesie podejmowania decyzji. Publikacja danych statystycznych, raportów przedmiotowo-tematycznych, analiz przedstawiających działania banku centralnego na tle sytuacji gospodarczej, osiągniętych celów i planowanych przyszłych działań zmniejsza niepewność podmiotów gospodarczych i zwiększa zrozumienie działań banku centralnego.

Kolejną determinantą przejrzystości są odbywające się po każdym posiedzeniu władz monetarnych **konferencje prasowe**, które służą ogłaszaniu i wyjaśnianiu podjętych decyzji. Natychmiastowe przekazanie decyzji banku wraz z jej umotywowaniem otoczeniu oraz publikacja komunikatu na stronie internetowej stanowią bardzo skuteczne narzędzie komunikacji ze społecznością.

Zmniejszaniu asymetrii informacji między bankiem centralnym a otoczeniem ma też służyć **publikacja zapisu dyskusji** na posiedzeniach banku centralnego (tzw. *minutes*) oraz **rozkładu głosów**. Podkreśla się jednak, że choć z jednej strony publikacje te mogą dostarczyć rynkowi cennych informacji na temat motywów, które wpłynęły na podjęcie decyzji, ich związku z realizacją celu, poglądów członków komitetu monetarnego, czy ewentualnych kierunków przyszłych działań władz monetarnych, to pozostaje kwestią sporną zasadność publikowania rozkładu głosów ze względu na możliwość wywierania presji politycznej na poszczególne osoby lub brak szczerości wypowiedzi tychże osób³⁹.

Działalność sprawozdawcza banku centralnego, a więc przygotowywanie i przedstawianie władzy ustawodawczej sprawozdań z działalności banku centralnego, umacnia przejrzystość prowadzonej polityki pieniężnej oraz stanowi ważny sposób „rozliczania” banku centralnego ze swoich działań przez społeczeństwo demokratyczne.

³⁹ M. J. M. Neumann, *Transparency in monetary policy*, AEJ, Vol. 30, No. 4, December 2002, s. 358.

Na szczególną uwagę zasługują **prognozy inflacji**, stosowane coraz chętniej przez banki centralne jako narzędzie wspomagające proces decyzyjny⁴⁰. Waga, jaką przywiązuje się do wykorzystania prognoz w polityce pieniężnej, wynika przede wszystkim z tego, że charakteryzuje się ona długimi i zmiennymi opóźnieniami. Władze monetarne, podejmując dziś decyzję na podstawie dostępnych parametrów, oddziałują na sytuację gospodarczą, w szczególności na inflację, dopiero w horyzoncie kilku kwartałów, gdyż wysłany w momencie t impuls monetarny, czyli zmiana wielkości związanych wyłącznie ze sferą pieniężną gospodarki, będzie wywierał określone efekty monetarne i niemonetarne w horyzoncie transmisji monetarnej, który nie rozpoczyna się zazwyczaj wcześniej niż przed upływem roku od uruchomienia impulsu i trwa dwa, trzy kwartały. Prowadzenie polityki pieniężnej w warunkach istnienia długich opóźnień wymaga korzystania z informacji, które przynajmniej w przybliżeniu obrazują przyszłą sytuację gospodarczą. Co więcej, nie mogą to być wyłącznie prognozy opracowane przez niezależne instytucje. U podstaw prognoz zewnętrznych nie leży bowiem zidentyfikowany (choć częściowo) mechanizm transmisji impulsów monetarnych, a to właśnie znajomość mechanizmu transmisji i opóźnień umożliwia stworzenie prognoz o odpowiednim horyzoncie (co najmniej równym horyzontowi transmisji monetarnej), uwzględniających reakcje zmiennych gospodarczych na zmianę stopy procentowej banku centralnego. Dlatego władze monetarne decydują się zazwyczaj na sporządzanie własnych prognoz inflacji, a także spójnych z nimi prognoz makroekonomicznych. Choć nie brak i głosów krytycznych, podkreślających zagrożenia dla wiarygodności instytucji monetarnej w przypadku jej nieudanych prób „celowania w inflację” (*inflation forecast targeting*), wykorzystanie prognoz zyskuje na popularności. Stało się ono ważną częścią prowadzonej polityki na tych obszarach monetarnych, na których wdrożono nowoczesną strategię monetarną, osadzoną w ramach nowej syntezy neoklasycznej, zalecającej stosowanie ataków wyprzedzających. Polityka pieniężna nabrała charakteru antycypacyjnego i została oderwana od ścisłego związku z jedną zmienną, jaką był cel pośredni w strategiach tradycyjnych⁴¹.

Zestawienie determinant przejrzystości oraz ich znaczenie w polityce pieniężnej zawiera tabela 7.

⁴⁰ Na podstawie: M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 17-57.

⁴¹ Więcej o prognozowaniu inflacji w: M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji*, op. cit., 2009; P. Geraats, *Transparency and Reputation: Should the EBC publish its Inflation Forecast?*, Conference on Monetary Policy Making Under Uncertainty, ECB, CFS, Frankfurt nad Menem, 1999; M. Woodford, *Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy*, St. Louis 2003.

Tabela 3. Determinanty przejrzystości polityki pieniężnej

Determinanty przejrzystości polityki pieniężnej	Znaczenie determinant przejrzystości polityki pieniężnej
1. Określenie i publiczne ogłoszenie celu polityki pieniężnej	pomaga zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne podmiotów na poziomie ogłoszonego celu; wzmacnia wiarygodność banku centralnego, jeśli ten dotrzymuje składanych społeczeństwu obietnic; dla niego samego zaś stanowi motywację do działań zgodnych z wcześniejszymi deklaracjami w obliczu ryzyka utraty dobrej reputacji; umożliwia sprawowanie demokratycznej kontroli nad niezależnymi władzami monetarnymi.
2. Działalność edukacyjna, a zwłaszcza wyjaśnianie mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej,	pomaga otoczeniu zrozumieć naturę procesów zachodzących w polityce pieniężnej, a przez to i decyzje podejmowane przez bank centralny oraz przyczyny ich podjęcia (zwiększa to 'stabilność' oczekiwań inflacyjnych podmiotów, które wierzą, że bank centralny nie zaniedbuje dbałości o niską inflację, nawet jeśli w reakcji na jakieś zaburzenia w gospodarce podejmuje kroki, które bezpośrednio na to nie wskazują.
3. Systematyczna publikacja danych makroekonomicznych, analiz, prognoz i modeli, wykorzystywanych w procesie decyzyjnym	zmniejsza niepewność podmiotów gospodarczych oraz pomaga im zrozumieć i przewidzieć decyzje władz monetarnych.
4. Komunikaty i konferencje prasowe	zmniejszają niepewność podmiotów oraz zwiększają stopień zrozumienia dla wszelkich decyzji dotyczących polityki pieniężnej; pomagają władzom monetarnym budować dobre relacje z otoczeniem, wzmacniając wizerunek banku centralnego jako instytucji zaufania publicznego, która nie uchyla się przed wyjaśnianiem i tłumaczeniem się ze swoich decyzji.
5. Publikacja zapisu dyskusji (<i>minutes</i>) i (często imiennych) wyników głosowania	poprawia jakość procesu decyzyjnego w banku centralnym, zwiększa zakres odpowiedzialności poszczególnych członków komitetów monetarnych za podejmowane decyzje; może ich też zniechęcać do szczerego i otwartego przedstawiania swoich argumentów podczas dyskusji.
6. Działalność sprawozdawcza	umożliwia sprawowanie demokratycznej kontroli nad niezależnymi władzami monetarnymi i 'rozliczanie' ich ze składanych obietnic i podejmowanych działań; stanowi motywację dla władz monetarnych do zwiększania skuteczności prowadzonej polityki pieniężnej.

Źródło: opracowanie własne

Wszystkie wymienione wyżej działania służą zwiększaniu przejrzystości polityki pieniężnej. Należy jednak zaznaczyć, że w literaturze nie ma zgody, co do optymalnego poziomu przejrzystości. Z całą pewnością nie jest nim całkowita, doskonała przejrzystość (*perfect transparency*), która w dodatku jest w praktyce zupełnie nieosiągalna, gdyż bank centralny nie jest w stanie publikować wszystkich raportów, analiz, dyskusji, czy warsztatów, stanowiących podstawę podejmowanych decyzji. Stosunkowo najmniejsze kontrowersje

dotyczą przejrzystości politycznej (celu w typologii V. Hahna). Jawność celów powinna stabilizować oczekiwania inflacyjne, gdyż wątpliwość co do preferencji banku centralnego zwiększa niepewność, z jaką są konfrontowane podmioty gospodarcze⁴². W przypadku pozostałych kategorii przejrzystości wyniki przeprowadzonych badań nie są już tak jednoznaczne. Przejrzystość ekonomiczna i operacyjna (wiedzy w ujęciu Hahna) wydaje się przyspieszać uzyskanie wiarygodności w przypadku banków centralnych charakteryzujących się w punkcie wyjścia niską wiarygodnością, zaś dla banków cieszących się wysokim stopniem zaufania pełna przejrzystość nie jest optymalna ze względu na wymiennosc między wiarygodnością a elastycznością⁴³. W przypadku zaś przejrzystości ekonomicznej i operacyjnej powszechnie wskazuje się, że powinna przyczynić się do lepszego zrozumienia polityki pieniężnej oraz jej przewidywalności, ale dyskusja odnośnie tego, co ujawniać, kiedy, czy jak często pozostaje otwarta. Rozważania na ten temat kontynuowane są w następnej części rozprawy.

2.2. Konsekwencje prowadzenia przejrzystej polityki pieniężnej

Niniejszy podrozdział stanowi próbę usystematyzowania podanych wcześniej argumentów za i przeciw przejrzystości. Jak więc już zasygnalizowano, korzyści wynikające z prowadzenia polityki pieniężnej w sposób przejrzysty leżą zarówno po stronie samego banku centralnego, jak i po stronie rynku finansowego czy sektora niefinansowego. Należą do nich⁴⁴:

- **zwiększenie efektywności polityki pieniężnej** - przejrzystość zwiększa przewidywalność działań banku centralnego, przez co otoczenie gospodarcze jest w stanie trafniej antycypować kolejne posunięcia władz monetarnych. Wyjaśnianie działań banku

⁴²Pozytywne znaczenie przejrzystości w zakresie celu polityki wynika z rozwijanych w ostatnich czasach modeli adaptacyjnego uczenia się, w których nie zakłada się racjonalnych oczekiwań. Jeśli podmioty gospodarujące nie znają funkcji celu banku centralnego, muszą je odczytywać z jego działań. Stopniowo zatem uczą się rozumieć działania banku centralnego. Jednak w okresie uczenia oczekiwania mogą być niestabilne. Badania wykazały, że publikacja celu przez bank centralny powoduje, że podmioty gospodarujące szybciej odczytują preferencje banku centralnego, co prowadzi do skutków charakteryzujących racjonalne oczekiwania. W warunkach nieracjonalnych oczekiwań i stosowania przez podmioty uproszczonych sposobów rozumowania (heurystyk), komunikowanie celu może ułatwić zakotwiczenie oczekiwań (J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 98-99).

⁴³ Więcej w: J. de Haan, S. Eijffinger, K. Rybiński, *Central Bank Transparency and Central Bank Communication: Editorial Introduction*, "European Journal of Political Economy" 2007, Vol. 23; J. Faust, L. Svensson, *The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy*, "Journal of Money, Credit and Banking" 2002, Vol. 34; H. Jensen, *Optimal Degree of Transparency in Monetary Policymaking*, "Scandinavian Journal of Economics" 2002, Vol. 104; P. Geraats, *Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice*, "CeSifo Economic Studies" 2006, Vol. 52, No. 1; i in.

⁴⁴ U. Ziarko-Siwiek, *Efektywność...*, op. cit., s. 62-65; J. Pietrucha *Ramy...*, op. cit., s. 95-105.

centralnego oraz ich zrozumienie przez podmioty gospodarcze stabilizuje oczekiwania inflacyjne na poziomie ogłoszonego celu, co wpływa na usprawnienie mechanizmu transmisji impulsów monetarnych. Ponadto, jednym z założeń prowadzenia polityki pieniężnej w sposób przejrzysty jest publiczne ogłoszenie długoterminowego celu polityki pieniężnej, co nie tylko motywuje władze monetarne do jego osiągnięcia, ale – np. w przypadku celu inflacyjnego - również wpływa stabilizująco na oczekiwania inflacyjne. Jak podaje Geraats⁴⁵, przejrzystość oddziałuje na dwa sposoby, wywołując tzw. efekt informacyjny (*information effect*) – ex post, oraz efekt motywujący (*incentive effect*) – ex ante. Efekt informacyjny przejrzystości to bezpośrednie konsekwencje zmniejszenia asymetrii informacji w postaci np. zmniejszenia niepewności na rynku. Efekt motywujący natomiast to „niedające się bezpośrednio zaobserwować skutki wynikające ze zmiany w strukturze informacji”. Przejawia się on na przykład w tym, że bank centralny otrzymuje silny bodziec do budowania swojej wiarygodności wiedząc, iż przejrzystość ekonomiczna i operacyjna ułatwiają sektorowi prywatnemu trafniej odgadywać zamierzenia i przyczyny określonych jego działań. Przejrzystość, poprzez zwiększenie ilości informacji dotyczących polityki pieniężnej, w tym informacji dotyczących wewnętrznych analiz i decyzji banku centralnego, przyczynia się do szybszej reakcji oczekiwań inflacyjnych na zmiany polityki i tworzenia ich w zgodzie z hipotezą racjonalnych oczekiwań⁴⁶.

- **zwiększenie efektywności rynku finansowego** – bank centralny w procesie decyzyjnym, mającym go doprowadzić do osiągnięcia swoich celów, opiera się na analizie danych dotyczących inflacji, produkcji, PKB itp. Jeśli rynek finansowy właściwie rozumie czynniki, które wpływają na inflację oraz zna funkcję reakcji banku centralnego, to rynkowe stopy procentowe powinny dostosowywać się natychmiast do tych pojawiających się informacji. Zgodnie z teorią rynków efektywnych, ceny instrumentów finansowych zawsze będą odzwierciedlały wszystkie dostępne w danym momencie informacje. Jeśli rynek jest efektywny, stopy procentowe powinny dostosować się zawsze po ujawnieniu informacji, które modyfikują oczekiwania uczestników rynku dotyczące polityki pieniężnej,
- **usprawnianie działania rynku finansowego oraz przydatność funkcji informacyjnej** – rynek finansowy funkcjonuje lepiej, gdy cel inflacyjny jest znany i informacje na jego temat są dostarczane regularnie i „na czas”. Otwartość polityki banku centralnego zmniejsza niepewność na rynku, przez co charakteryzuje się on mniejszą zmiennością.

⁴⁵ P. M. Geraats, *Trends in Monetary Policy Transparency*, CESIFO Working Paper No. 2584, March 2009, s. 5.

⁴⁶ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 96.

Więcej informacji umożliwia szybsze dostosowanie oczekiwań rynkowych do zmian w polityce pieniężnej, co ogranicza zawartą w stopach procentowych premię związaną z niepewnością. Bank centralny poprzez ogłaszanie celu inflacyjnego pomaga uczestnikom rynku formułować oczekiwania dotyczące przyszłej inflacji, które – przy istnieniu wiarygodnego celu – spowodują zmniejszenie wpływu nieoczekiwanych szoków. Lepiej poinformowany rynek finansowy dostarcza pozostałym uczestnikom życia gospodarczego dokładniejszych informacji o tym, co się może zdarzyć w przyszłości,

- **budowanie wiarygodności polityki pieniężnej** – w przypadku, gdy bank centralny dąży do osiągnięcia oficjalnych celów, przejrzystość zwiększa jego wiarygodność, a tym samym ułatwia uzyskanie wpływu na oczekiwania inflacyjne i zmniejszenie współczynnika wyrzeczenia⁴⁷. Jeśli cel oraz procedury decyzyjne banku centralnego są jasne i zrozumiałe, to rynek szybciej uczy się, w jaki sposób działa bank centralny, co zmniejsza asymetrię informacji. Przejrzystość ułatwia uczestnikom życia gospodarczego ocenę, na ile deklaracje dotyczące kierunków polityki są zgodne z rzeczywistymi działaniami. Jeśli więc bank centralny potrafi „dotrzymać słowa” i osiągnąć wcześniej zadeklarowane cele, zdobywa zaufanie otoczenia, które wierzy, że centralna instytucja monetarna i jej polityka są wiarygodne,
- **sprzysianie odpowiedzialności banku centralnego przed otoczeniem gospodarczym** – wraz ze wzrostem niezależności banków centralnych na świecie rośnie znaczenie ich odpowiedzialności przed społeczeństwem demokratycznym. Często podkreśla się, że tak potężna i niezależna instytucja, jaką jest władza monetarna, która kreuje warunki funkcjonowania milionów gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych, powinna umieć się wytłumaczyć z tego, co robi, jak i dlaczego,
- **doskonalenie wewnętrznych procedur banku centralnego i polityki pieniężnej** – transparentność może stanowić silny bodziec do poprawy jakości wewnętrznych procedur decyzyjnych (np. w wyniku publikacji zapisu dyskusji, tzw. *minutes*, czy wyników głosowania), jakości prac analitycznych i innych udostępnianych informacji. Co więcej, publiczna dyskusja nad polityką pieniężną, sposobem jej prowadzenia oraz uzyskiwanymi rezultatami może również prowadzić do jej systematycznej poprawy,
- **ułatwienie prowadzenia działalności gospodarczej** – przejrzysta polityka pieniężna ułatwia podmiotom gospodarującym planowanie i prowadzenie swojej działalności. Podmioty gospodarcze, będąc lepiej poinformowane o przyszłych działaniach banku

⁴⁷ G. Chortareas, D. Stasavage, G. Sterne, *Does Monetary Policy Reduce Disinflation Costs?*, “The Manchester School” 2003, Vol. 71.

centralnego, mogą łatwiej i szybciej podjąć decyzje dotyczące swojej polityki inwestycyjnej,

- **minimalizowanie możliwości manipulowania polityką pieniężną dla celów politycznych** - prowadzenie polityki pieniężnej w sposób bardziej otwarty i zrozumiały dla wszystkich uczestników życia gospodarczego ogranicza ryzyko ewentualnego wpływania na władzę monetarną w celu uzyskania krótkoterminowych celów politycznych. Uczestnicy rynku, dobrze znający politykę banku centralnego, szybko wykryją próby manipulowania polityką pieniężną. W takiej sytuacji rynek zareaguje zmianą oczekiwań inflacyjnych, co w konsekwencji zmniejszy wiarygodność banku centralnego.

Mimo, iż – doceniając zalety przejrzystości polityki pieniężnej – banki centralne na całym świecie systematycznie zwiększają jej zakres, wśród teoretyków i praktyków bankowości centralnej nie brak opinii krytycznych względem transparentności w ogóle bądź – dużo częściej – pewnego jej zakresu. Zastrzeżenia dotyczące przejrzystości dotyczą następujących kwestii:

- **ryzyko powstania szumu informacyjnego i wysokie koszty opracowania danych** - wielu autorów wyraża przekonanie, że „więcej” wcale nie oznacza „lepiej”, a pełna przejrzystość polityki pieniężnej jest nie tylko niewskazana, ale i w praktyce wręcz niemożliwa do uzyskania (*natural limits to transparency* - naturalne ograniczenia przejrzystości). Ujawnienie wszystkich możliwych rodzajów informacji, będących do dyspozycji banku centralnego (takich, jak np. stan gospodarki, sytuacja systemu finansowego, stosowane modele makroekonomiczne, prognozy dotyczące inflacji, produkcji czy prognozy szoków ekonomicznych etc.) byłoby nie tylko technicznie bardzo trudne, ale mogłoby też spowodować powstanie szumu informacyjnego, który uniemożliwiłby skuteczną (a więc klarowną, jasną) komunikację. Ponadto podkreśla się, że samo wybranie i przygotowanie wszystkich informacji, a następnie przekazanie ich w odpowiednio przystępnej formie wymaga dużych nakładów finansowych, czasu i pracy;
- **ograniczenie możliwości działania banku centralnego i ryzyko utraty reputacji** - bank centralny prowadzi politykę pieniężną w warunkach dużej niepewności odnośnie struktury gospodarki, konsekwencji poszczególnych swoich działań, przy braku możliwości precyzyjnego pomiaru wykorzystywanych zmiennych ekonomicznych, a więc i – do

pewnego stopnia – nawet własnych wewnętrznych prognoz⁴⁸. W połączeniu z faktem, iż „polityka pieniężna jest nadal bardziej sztuką niż nauką”⁴⁹, a więc w większym stopniu decyzje są uzależnione od doświadczenia decydenta, jego intuicji i zrozumienia sytuacji gospodarczej, aniżeli wyprowadzane bezpośrednio z analiz podlegających naukowemu rygorom⁵⁰, powoduje to dodatkowe utrudnienia przy komunikowaniu w sposób jasny i zrozumiały wszystkich przesłanek i decyzji przez władze monetarne. Zwiększa też ryzyko utraty wiarygodności przez bank centralny, gdy jego prognozy czy decyzje okażą się błędne;

- **zagrożenie dla stabilności systemu finansowego** – większość autorów wyraża przekonanie, że pełna przejrzystość *ex ante* w zakresie potencjalnych zagrożeń pojawiających się w systemie finansowym czy gospodarce (prognozy szoków ekonomicznych⁵¹) nie jest wskazana, gdyż mogłaby dodatkowo zwiększyć niepewność wśród uczestników rynku i niestabilność systemu, powodując np. run na banki. Za to wyjaśnianie zakłóceń i sposobów, w jaki udało się ich uniknąć (przejrzystość *ex post*) są w pełni uzasadnione, gdyż zwiększa zaufanie do władz monetarnych. Jeszcze większego znaczenia dla bezpieczeństwa systemu finansowego odgrywa wyważona (tj. niepełna) komunikacja banku centralnego odnośnie kroków, jakie zamierza podjąć, gdy sytuacja kryzysowa już wystąpi. Natychmiastowa deklaracja instytucji monetarnej o pełnej gotowości do pełnienia funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji mogłyby tylko zintensyfikować dwa przejawy niedoskonałości rynku, tj. pokusę nadużycia i negatywną selekcję;
- **umiarkowany poziom przejrzystości zwiększa efektywność polityki pieniężnej** - w literaturze nie brak opinii, że pewien zakres niejasności jest w przypadku polityki pieniężnej pożądany i zwiększa jej efektywność⁵². Często wysuwany argumentem są

⁴⁸ A. Cukierman, *The Limits of Transparency*, December 2005; presented at the session on “Monetary Policy, Transparency and Effectiveness” at the January 2006 Meeting of the American Economic Association, www.ideas.repec.org, s. 29-30.

⁴⁹ (...) *the “science of monetary policy” is not yet in a stage in which it can replace the “art of monetary policy”* (Ibidem, s.32).

⁵⁰ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 97. Autor dodaje, że przeciwko takiemu traktowaniu bankowości jako wiedzy ezoterycznej był m.in. A. Blinder (A. Blinder, *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 96).

⁵¹ A. Cukierman opowiada się za “średnim” poziomem przejrzystości w niektórych obszarach (w tym prognoz szoków ekonomicznych), gdyż oczekiwania inflacyjne mogą reagować na szoki, nawet jeśli ich skutki są przejściowe, co zwiększa zmienność inflacji i może powodować koszty po stronie produkcji (A. Cukierman, *The Limits...*, op. cit., s. 17-29, H. Gersbach, *On the Negative Social Value of Central Bank Transparency*, „Economics of Governance”, 2003, Vol. 4, s. 91-102).

⁵² A. Cukierman, H. Meltzer, *A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information*, “Econometrica” 1986, Vol. 4, No. 5, s. 1099-1128.; C. Briault, A. Haldane, M. King, *Independence and Accountability*, Bank of England Working Paper 1996, s. 36-37; S. Carpenter, *Transparency and Monetary*

wnioski wpływające z modeli zakładających racjonalne oczekiwania po stronie uczestników rynku. Wynika z nich, że jedynie niespodziewana reakcja banku centralnego może wywołać efekty w sferze realnej, co stanowi podstawę rozumowania wielu badań postulujących ograniczenie transparentności⁵³.

- **brak jednomyślności członków rady może mieć negatywny wpływ na wiarygodność banku centralnego** - w niektórych opracowaniach wysuwa się argumenty za przejrzystością, ale z wyłączeniem niektórych jej aspektów, np. publikacji zapisów dyskusji czy imiennych wyników głosowania⁵⁴. Podkreśla się, że proces decyzyjny rzadko przebiega jednomyślnie, a obrady władz monetarnych bywają burzliwe. Informowanie otoczenia o trudnościach w osiągnięciu konsensusu wśród członków władz monetarnych, o dużych różnicach zdań czy wręcz braku porozumienia odnośnie pewnych kwestii mogłyby podważyć zaufanie otoczenia do kierunków prowadzonej polityki pieniężnej, bądź – w przypadku ujawniania imiennych wyników głosowania – zwiększać presję na podejmowanie konkretnych decyzji przez członków rady. Upowszechnienie zapisu dyskusji (*minutes*) może z kolei przyczynić się do ograniczenia otwartości dyskusji na posiedzeniu kierownictwa i przenoszenia rozbieżności na spotkania nieoficjalne⁵⁵.

Podsumowując znaczenie przejrzystości w polityce pieniężnej należy stwierdzić, że⁵⁶:

- Przejrzystość polityki pieniężnej umożliwia otoczeniu stałe monitorowanie wiarygodności ogłoszonego celu polityki pieniężnej. Jeśli bank centralny prowadzi politykę zgodną z jasno określonym celem, to przejrzystość przyczynia się do szybszej budowy wiarygodności i jej utrzymania, nawet w przypadku wystąpienia przejściowych zaburzeń w gospodarce. Przejrzystość ogranicza jednak elastyczność działań banku centralnego - jeśli stanowiska członków jego kierownictwa lub działania wydadzą się podmiotom gospodarczym niejednoznaczne, łatwo może tę wypracowaną wiarygodność utracić.
- Przejrzystość, poprzez zwiększenie zakresu dostępnych informacji, w tym z wczesnych faz decyzyjnych banku centralnego, przyspiesza reakcję oczekiwań podmiotów gospodarczych na zmiany polityki i ułatwia formułowanie racjonalnych oczekiwań. Upowszechnianie niejednoznacznych stanowisk w procesie decyzyjnym lub możliwości wystąpienia przejściowych odchylenia od ogłoszonego celu może jednak wpłynąć

Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers?, Federal Reserve Board Working Paper, April 2004.

⁵³ S. Carpenter, *Transparency...*, op. cit., s. 6.

⁵⁴ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 97.

⁵⁵ O. Issing, *Komunikowanie, transparentność, odpowiedzialność: polityka monetarna w XXI wieku*, „Państwo i Rynek” 2005 nr 2; www.pir.org.pl

⁵⁶ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 103-105.

destabilizująco na oczekiwania inflacyjne, gdyż podmioty będą bardziej zainteresowane bieżącymi działaniami banku centralnego niż jego dotychczasową reputacją.

- W warunkach przejrzystości polityki pieniężnej nie występuje bodziec do wystąpienia skrzywienia inflacyjnego, gdyż ze względu na pełen dostęp do informacji nie występują realne efekty niespodzianki inflacyjnej.
- Przejrzystość może działać dyscyplinująco na bank centralny. Konieczność umiejętnego zarządzania oczekiwaniami podmiotów gospodarujących wymusza na władzach monetarnych prowadzenie jednoznacznej, stabilnej i zdyscyplinowanej polityki pieniężnej, co przyczynia się do ograniczenia niepewności w gospodarce. Pojawia się także bodziec do poprawy jakości analiz, w tym prognoz banku centralnego, danych i dyskusji na posiedzeniach kierownictwa banku.
- Nie budzi wątpliwości znaczenie przejrzystości dla demokratycznej legitymizacji działań banku centralnego i jego odpowiedzialności.

Tabela 4. Zestawienie najczęściej przytaczanych argumentów za i przeciwko przejrzystości polityki banku centralnego.

Argumenty za przejrzystością	Argumenty przeciw przejrzystości
<ol style="list-style-type: none"> 1. pomaga ograniczyć asymetrię informacji, 2. zmniejsza niepewność na rynku, 3. pozwala podnieść poziom społecznego zrozumienia mechanizmów polityki pieniężnej i konieczności, jak i konsekwencji decyzji podejmowanych przez bank centralny, 4. umożliwia bankowi centralnemu kształtowanie oczekiwań uczestników rynku i umiejętne nimi „zarządzanie”, 5. pomaga rynkom trafniej ocenić ryzyko, 6. poprawia proces podejmowania optymalnych decyzji w sektorze publicznym i prywatnym, 7. zwiększa efektywność polityki banku centralnego, 8. prowadzi do wzrostu wiarygodności banku centralnego, 9. umożliwia sprawowanie „kontroli” nad działaniami banku w społeczeństwie demokratycznym, 10. zwiększa odpowiedzialność banku centralnego przed społeczeństwem, 11. umożliwia łatwiejsze określenie podziału zadań i odpowiedzialności poszczególnych organów zajmujących się polityką pieniężną i fiskalną (a więc i kompetencji banku centralnego i rządu), 12. pomaga ograniczać częstotliwość i intensywność kryzysów finansowych (rozumianych szeroko 	<ol style="list-style-type: none"> 1. wiąże się z wysokimi kosztami zebrania i odpowiedniego opracowania danych, materiałów, raportów i publicznych wystąpień oraz innych form skutecznego informowania opinii publicznej o działaniach banku centralnego, 2. wiąże się z kosztami niespójności celów banku centralnego i społeczeństwa, co może zmniejszyć skuteczność polityki banku w osiągnięciu swoich ściśle określonych celów, 3. ogranicza zdolność działania banku centralnego do działania w obliczu zaistniałych okoliczności zgodnie z własnymi preferencjami (np. w sytuacji, gdy ten nie może wycofać się z podjętych decyzji bez ryzyka utraty wiarygodności), 4. zwiększa ryzyko utraty reputacji banku centralnego, który zbyt otwarcie objaśnia swoje cele i intencje w zakresie zapobiegania zjawiskom kryzysowym, 5. zwiększa ryzyko nadużycia ze strony banków, które – znając stanowisko banku centralnego w zakresie zapewnienia stabilności systemowi finansowemu - oczekują natychmiastowego wsparcia płynnościowego w sytuacji kryzysowej, 6. zwiększa ryzyko potencjalnie niekorzystnej reakcji rynków finansowych na publikowane informacje,

<p>jako <i>brak zagrożenia kryzysem w systemie finansowym</i>⁵⁷),</p> <p>13. wpływa na ograniczenie narastania nierównowagi finansowej i gospodarczej państwa,</p> <p>14. stanowi bodziec do odpowiedniego dostosowania polityki pieniężnej i gospodarczej w odpowiednim czasie),</p> <p>15. ogranicza efekty zarażania (<i>contagion effect</i>⁵⁸),</p> <p>16. ogranicza skrzywienie inflacyjne.</p>	<p>7. jest szczególnie niewskazana w warunkach zagrożenia kryzysem finansowym: ocenia się, że bank centralny ujawniając swoją rzeczywistą wiedzę na temat zagrożonych instytucji mógłby spowodować pogorszenie sytuacji na rynkach finansowych oraz zwiększyć ryzyko rozprzestrzenienia się i pogłębienia kryzysu,</p> <p>8. narusza popularną zasadę, że ludzie z natury rzeczy wolą rzeczy proste, dające się łatwo zrozumieć, nauczyć i stosować⁵⁹,</p> <p>9. jest i tak w praktyce nieosiągalna ze względu na złożoność procesu decyzyjnego polityki pieniężnej oraz fakt, że poszczególne grupy uczestników rynku różnią się między sobą stopniem znajomości zagadnień polityki banku centralnego, więc odmiennie interpretują informacje i różnych też informacji potrzebują.</p>
---	--

Źródło: V. Kałuzińska, *Przejrzystość w polityce banku centralnego*, Zeszyty Studiów Doktoranckich, nr 40, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2008, s. 6-7.

2.3. Związek przejrzystości polityki pieniężnej z niezależnością, wiarygodnością i odpowiedzialnością demokratyczną

Prowadząc dotychczasowe wywody na temat przejrzystości polityki banku centralnego nie sposób nie zauważyć, że tzw. aspekty jakościowe polityki pieniężnej – rozumianej coraz częściej jako zarządzanie oczekiwaniami - traktuje się dziś jako jej swoiste instrumenty. Ich znaczenie systematycznie rośnie jako efekt nieustających poszukiwań optymalnej reguły polityki pieniężnej. Niezależność władz monetarnych, wiarygodność i przejrzystość ich działań oraz odpowiedzialność demokratyczna tworzą ramy instytucjonalne, między którymi występują ścisłe współzależności. Charakter tych zależności, siła i sposób ich oddziaływania są przedmiotem badań i rozważań w literaturze przedmiotu, które są jednak dalekie od jednoznaczności. Niektórych elementów jakościowych polityki pieniężnej nie da się analizować oddzielnie, nie nawiązując jednocześnie do innego z nich⁶⁰. Trudno jest bowiem prowadzić dyskusję na temat np. wiarygodności polityki pieniężnej nie odnosząc się

⁵⁷ *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa 2003.

⁵⁸ Efekt zarażania można rozpatrywać w kontekście dwóch typów szoków: makro i mikro. Szoki makro mogą wynikać z załamania koniunktury gospodarczej lub innych czynników, takich jak: stopy procentowe, kursy walutowe czy załamanie na rynku akcji. Szoki mikro natomiast przenoszone są dwoma kanałami: poprzez kanał informacyjny bądź poprzez wzajemne ekspozycje na rynku międzybankowym lub w systemie płatniczym, które mogą wywołać tzw. efekt domina. Szerzej: M. Iwanicz-Drozdowska, *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie*, Bank i Kredyt nr 1, 2007.

⁵⁹ F. S. Mishkin, *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, Reserve Bank of Australia, Conference Papers "The Future of Inflation Targeting", 9-10 August 2004.

⁶⁰ Dla przykładu: J. de Haan, F. Amtenbrink i S. Eijffinger mówią w definicji odpowiedzialności o przejrzystości bieżącej polityki pieniężnej (J. de Haan, F. Amtenbrink i S. Eijffinger, *Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification*, Tilburg University, Centre for Economic Research Discussion Paper No. 9854, 1998).

jednocześnie do przynajmniej niektórych aspektów jej przejrzystości, pomimo tego, że – definicyjnie rzecz ujmując – są to odrębne koncepcje i mogą być analizowane odrębnie.

Ponadto same terminy: niezależność, wiarygodność, odpowiedzialność, czy przejrzystość są pojęciami bardzo złożonymi, wieloaspektowymi, które nie sposób zamknąć w jednoznacznej definicji. Stąd też poniższe wywody stanowią próbę podsumowania dyskusji toczących się w literaturze przedmiotu.

2.3.1. Przejrzystość a niezależność

Poszukując coraz skuteczniejszych metod walki z inflacją na przełomie lat 70-tych i 80-tych XX wieku, banki centralne rozpoczęły proces stopniowego zdobywania coraz większej prawnej i rzeczywistej niezależności, której celem było uniemożliwienie wywierania presji politycznej na decyzje władz monetarnych.⁶¹ W okresie wysokiej inflacji, która stanowiła poważne zagrożenie dla trwałości wzrostu gospodarczego, wywołując istotne zakłócenia w podziale dochodu narodowego, przyznanie bankom centralnym większej niezależności postrzegano jako jedyny sposób trwałego rozwiązania problemu, tzw. skrzywienia inflacyjnego i niespójności czasowej⁶².

Nadanie niezależności władzom monetarnym wywołało obawy o „deficyt demokracji”. Dlatego na związek przejrzystości polityki pieniężnej z niezależnością można spojrzeć przez pryzmat odpowiedzialności demokratycznej. Eijffinger i Hoerberichts⁶³, na przykład, w swoim modelu opartym na występowaniu wymienności między niezależnością a demokratyczną kontrolą uwzględniają dwa sposoby zwiększania demokratycznej kontroli: przez zwiększenie przejrzystości polityki oraz przez zmianę ostatecznej odpowiedzialności za jej prowadzenie (i przesunięcie jej w stronę rządu, odpowiadającego przed parlamentem). Autorzy przekonują, że efektywna niezależność banku centralnego powiększa się wraz ze wzrostem jej przejrzystości, przez co pierwszy sposób jest korzystny szczególnie w

⁶¹ Za zwiększeniem niezależności banków centralnych przemawiało również załamanie się systemów stojących na straży stabilności poziomu cen – najpierw systemu walutowego z Bretton Woods w 1971 r., a następnie Europejskiego Systemu Monetarnego (*European Monetary System*) na początku lat 1990, oraz ratyfikowanie przez kraje członkowskie Unii Europejskiej Traktatu z Maastricht, w myśl którego niezależność narodowych banków centralnych stanowi jeden z warunków wstępnych utworzenia unii gospodarczej i walutowej (M. Kowalak, *Jakościowe aspekty polityki współczesnego banku centralnego*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 3, wkładka edukacyjna „Bankowość centralna od A do Z”, s. 5).

⁶² A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 218.

⁶³ S. C. W. Eijffinger, M. Hoerberichts, *Central Bank Accountability and Transparency: Theory and some Evidence*, Discussion Paper No. 6/2000, Deutsche Bundesbank, 2000.

przypadku krajów, w których banki centralne mają większe problemy z wiarygodnością niż stabilizowaniem wahań produkcji.

Niezależność banku centralnego, rozpatrywana jako samodzielne rozwiązanie instytucjonalne, uważana jest za nieprzejrzystą. Reguły określające odseparowanie banku centralnego od bieżącej presji politycznej nie przyczyniają się bowiem do zwiększenia zakresu informacji udostępnianej przez bank centralny⁶⁴. Jednakże to właśnie autonomiczne banki centralne rozpoczęły w ostatnich latach najdalej idące działania w kierunku poprawy przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej. Większość z tych działań znacznie wykracza poza nałożone obowiązującym prawem obowiązki informacyjne. Za nadawaniem przejrzystości niezależnym bankom centralnym przemawia to, że stanowi ona warunek odpowiedzialności i szeroko rozumianej demokratycznej kontroli, która w przypadku delegacji uprawnień na niezależny podmiot jest koniecznym, a może i najważniejszym jej instrumentem.

Skuteczne reguły określające niezależność banku centralnego mogą powodować pewne trudności w zdefiniowaniu odpowiedzialności *ex post*. W takich warunkach przejrzystość banku centralnego jest jednym z najważniejszych kanałów poddawania publicznej ocenie prowadzonej polityki pieniężnej. Argumenty o charakterze ekonomicznym nie są jednoznaczne, ale zwłaszcza przypadku banków o niskiej reputacji, przejrzystość może być instrumentem poprawy wiarygodności (obok nadania niezależności). Wreszcie przejrzystość utrudnia wywieranie nieformalnej presji na bank centralny, ułatwia zatem utrzymanie faktycznej niezależności⁶⁵.

2.3.2. Przejrzystość a wiarygodność

Wiarygodność, często utożsamiana z awersją banku centralnego do inflacji⁶⁶, pojawiła się w literaturze w kontekście problemu niespójności czasowej polityki gospodarczej (*time inconsistency problem*)⁶⁷. Wiarygodność traktowano jako jeden ze sposobów ograniczania tej niespójności i związanego z nią tzw. skrzywienia inflacyjnego (*inflation bias*). Pogląd, że polityka jest bardziej efektywna, jeżeli podmioty gospodarcze postrzegają ją jako wiarygodną,

⁶⁴ Choć – zdaniem autorki – dotyczy to wąskiego pojmowania przejrzystości (tj. ilości ujawnianych informacji). Niezależność sama w sobie stanowi pewien sygnał w komunikacji z rynkiem, gdy na przejrzystość spojrzymy przez pryzmat ujęcia behawioralnego: jeśli otoczenie rozumie sens obdarzania instytucji monetarnej niezależnością, to zwiększa się jego stopień zrozumienia polityki pieniężnej.

⁶⁵ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 125.

⁶⁶ A. Blinder, *Central Bank Credibility: Why do we care? How do we build it?*, NBER Working Paper 7901, 1999, s. 4.

⁶⁷ Koncepcja niespójności pojawiła się po raz pierwszy w: F. Kydland, N. Prescott, *Rules rather than Discretion: The inconsistency of optimal plans*, "Journal of Political Economy" 1977, Vol. 8, s. 473-491.

jest związany z pojawieniem się w głównym nurcie ekonomii teorii racjonalnych oczekiwań, która wiąże skuteczność polityki z jej oddziaływaniem na proces kształtowania się oczekiwań⁶⁸. Oczekiwania decydują o położeniu krótkookresowej krzywej Philipsa, co dla władz monetarnych oznacza zdefiniowanie zależności między sferą monetarną a realną w gospodarce⁶⁹. Jeśli bank centralny i jego oświadczenia lub zobowiązania są wiarygodne, zmniejsza się niepewność i związane z nią opóźnienia, a oczekiwanie są kształtowane w sposób sprzyjający celom polityki pieniężnej. W efekcie społeczeństwo szybciej i pełniej dostosowuje się do decyzji banku centralnego, a ceny i płace stopniowo dostosowują się do spadku zagregowanego popytu, spowodowanego dezinflacją⁷⁰. Oznacza to, że większa wiarygodność obniża koszty dezinflacji. Co więcej – przy założeniu, że procesy inflacyjne zależą od sposobu formułowania oczekiwań, wiarygodność sama w sobie sprzyja dezinflacji⁷¹. W krańcowym przypadku pełnej wiarygodności banku centralnego podmioty, tworząc oczekiwania inflacyjne, uwzględniają jedynie ogłoszony cel polityki pieniężnej⁷².

Wiarygodność w odniesieniu do polityki ekonomicznej jest zazwyczaj rozumiana jako zaufanie podmiotów działających w mikroskali do podmiotu odpowiedzialnego za realizację polityki gospodarczej (makroekonomicznej). Jeśli podmioty gospodarujące darzą instytucję monetarną zaufaniem, to wierzą, że jest ona w stanie osiągnąć stawiane sobie (bądź przed nią) cele w akceptowanym przez podmioty gospodarujące czasie⁷³. Aby zdobyć zaufanie podmiotów gospodarujących, bank centralny musi po pierwsze: poinformować otoczenie, dokąd zmierza, co chce osiągnąć i w jaki sposób, a po drugie: musi konsekwentnie udowadniać zgodność swoich słów z czynami. Innymi słowy, jego działania muszą być przejrzyste i zrozumiałe. Wynika stąd, że przejrzystość sprzyja budowaniu i umacnianiu wiarygodności.

Koncepcja przejrzystości często jest zawarta w definicji odpowiedzialności. Niektórzy autorzy uważają przejrzystość za warunek wstępny odpowiedzialności, inni - wręcz przeciwnie – postrzegają ją jako konsekwencję odpowiedzialności.

⁶⁸ M. Kiedrowska, P. Marszałek, *Bank...*, op. cit., s. 12.

⁶⁹ R. Clarida, J. Gali, M. Gertler, *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*, NBER Working Paper 7147, May 1999; D. Laxton, P. N'Diaye, *Monetary Policy Credibility and the Unemployment-Inflation Trade-Off: Some Evidence from Seventeen OECD Countries*, IMF Working Paper 02/220, December 2002.

⁷⁰ Por. P. Perrier, R. Amano, *Credibility and Monetary Policy*, Bank of Kanada Review, Spring 2000, s. 12; Z. Polański, *Wiarygodność banku centralnego a cele polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 6, s. 48.

⁷¹ K. Blackburn, M. Christensen, *Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence*, „Journal of Economic Literature” 1989, Vol. XXVII.

⁷² J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit. s. 55.

⁷³ Z. Polański, *Wiarygodność...*, op. cit., s. 48.

Sama przejrzystość jednak nie wystarcza, aby władze monetarne mogły uchodzić za wiarygodne⁷⁴. Dla zwiększenia i utrzymania wiarygodności ważna jest również koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej. Wynika to m. in. z faktu, że wiarygodność polityki pieniężnej zależy od wiarygodności całej polityki gospodarczej oraz od tego, jak na ostateczny kształt polityki pieniężnej wpływają pozostałe dziedziny działalności polityczno-gospodarczej państwa⁷⁵. Nieodpowiedzialna polityka rządu może zniwelować starania banku centralnego, który mimo usilnych starań nie będzie mógł osiągnąć ogłoszonego celu, co uczyni jego zobowiązanie niewiarygodnym dla społeczeństwa⁷⁶.

Przejrzystość polityki pieniężnej stanowi więc podstawę wiarygodności i poprawnego kształtowania oczekiwań, które sprzyjają skuteczności działań banku centralnego, ale jej nie gwarantują.

Z drugiej strony podkreśla się fakt, że choć niewątpliwie przejrzystość sprzyja budowaniu wiarygodności, to wcale nie jest do tego niezbędna. Jako przykład przytaczany jest tu najczęściej cieszący się wysokim zaufaniem społeczeństwa niemiecki Bundesbank, który wcale nie należy do czołówki najbardziej przejrzystych banków centralnych świata. Przejrzystość może też w krótkim czasie zrujnować mozolnie budowaną reputację banku centralnego, gdy rozwój sytuacji makroekonomicznej zmusi go do niedotrzymania wcześniej składanych obietnic, bądź gdy działania prezeń podjęte w sytuacji kryzysowej okażą się nieskuteczne lub niewystarczające.

2.3.3. Przejrzystość a odpowiedzialność demokratyczna

Powszechnej akceptacji poglądu, że niezależność banków centralnych gwarantuje długookresowe nastawienie polityki pieniężnej i często prowadzi do relatywnie niższego poziomu inflacji⁷⁷, towarzyszyły coraz częstsze pytania o konieczność zapewnienia

⁷⁴ Niektórzy twierdzą wręcz, że przejrzystość jest nie tylko niewystarczająca, ale i zupełnie niekonieczna dla zbudowania wiarygodności, gdyż „bank centralny, który bardzo konsekwentnie prowadzi swoje działania w określony sposób, będzie wiarygodny nawet wówczas, gdy rynek nie będzie miał pojęcia, co dokładnie jest jego celem lub jak też zamierza go osiągnąć. Czyny są skuteczniejsze od słów” (D.L. Thornton, *Monetary Policy Transparency: Transparent about what?*, Working Paper 2002-028 B, Federal Reserve Bank of ST. Louis, 2002, s. 12).

⁷⁵ Por. m. in. A. Cukierman, *The Economics of Central Banking*, The Sackler Institute for Economic Studies Working Paper 1996, No. 36-96, s. 6; Z. Polański, *Wiarygodność...*, op. cit., s. 50; A. Wojtyna, *Szkice o niezależności banku centralnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, 1998.

⁷⁶ W przypadku braku koordynacji nadmierny wzrost wydatków publicznych może uniemożliwić osiągnięcie celu polityki pieniężnej m. in. poprzez niepożądany wpływ emisji dłużnych instrumentów skarbowych na wysokość stóp procentowych, bądź konieczność monetyzacji długu publicznego (M. Kowalak, *Jakościowe aspekty...*, op. cit., s.16).

⁷⁷ Jak jednak zauważa Cukierman, nie jest to regułą i w praktyce również banki centralne o małej niezależności doprowadzały do niskiej inflacji (A. Cukierman, *Central bank strategy, credibility, and independence*, Cambridge 1992, MIT Press, za: M. Kowalak, *Jakościowe aspekty...*, op. cit., s. 5).

demokratycznego nadzoru (*accountability*) nad niezależnymi władzami monetarnymi. Monitorować prace banku centralnego oraz poddawać go kontroli można wyłącznie wtedy, gdy dostępne są informacje o polityce pieniężnej, stąd większość definicji odpowiedzialności obejmuje również pewne aspekty transparentności⁷⁸. Przejrzystość jest zatem warunkiem odpowiedzialności⁷⁹.

Próbując wyznaczyć linię demarkacyjną między obydwoma pojęciami⁸⁰, O. Issing (et al.) stwierdza, że odpowiedzialność odnosi się do działań, podczas gdy przejrzystość do słów⁸¹. Fry (et al.) odnosi odpowiedzialność do obowiązków sprawozdawczych wobec rządu (lub innego demokratycznego organu, który delegował uprawnienia na bank centralny), a przejrzystość do upubliczniania informacji dla sektora prywatnego⁸². Do odpowiedzialności zatem zaliczyć można te informacje, które dotyczą prowadzonej polityki i jej skutków oraz są przekazywane organom kontrolnym (w demokracji parlament, rząd lub prezydent), podczas gdy przejrzystość dotyczy szerokiego katalogu informacji upublicznianych dla podmiotów gospodarujących i opinii publicznej⁸³.

Związek między przejrzystością a odpowiedzialnością jest przez część autorów rozpatrywany w kategoriach przyczynowo-skutkowych, chociaż charakter i kierunek zależności jest przez nich traktowany różnie⁸⁴. Z jednej strony wzrost znaczenia odpowiedzialności (który sam jest skutkiem wzrostu niezależności banku centralnego) rodzi oczekiwania większej przejrzystości⁸⁵, z drugiej zaś – przejrzystość polityki pieniężnej jest narzędziem poddawania banku publicznej ocenie.

Choć w praktyce niemożliwe jest całkowite oddzielenie przejrzystości od demokratycznej kontroli, to – jak wspomniano uprzednio - w pewnym uproszczeniu można odnieść demokratyczną kontrolę do oceny, w jakim stopniu bank centralny wywiązał się z przyznanego mu mandatu (którą z kolei umożliwia przejrzystość), natomiast samą

⁷⁸ L. Bini-Smaghi, D. Gros, *Is the ECB Sufficiently Accountable and Transparent?*, CEPS Working Document No. 169, 2001; J. De Haan, F. Amtenbrink, S. Eijffinger, *Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification*, Tilburg University, Centre for Economic Research Discussion Paper No. 9854, 1998.

⁷⁹ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 120.

⁸⁰ Ibidem, s. 121-124.

⁸¹ Autorzy utożsamiają przejrzystość z odpowiedzialnością *ex ante* (*ex ante accountability*), gdy bank centralny zobowiązany jest do uzasadnienia odchylenia wartości prognoz od przyjętych celów, w odróżnieniu od odpowiedzialności *ex post* (*ex post accountability*), która oznacza konieczność wyjaśniania dlaczego bank centralny nie był w stanie osiągnąć założonych celów (O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni, O. Tristani, *Monetary Policy in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge 2001, s. 132).

⁸² M. Fry, A. Julius, L. Mahadeva, S. Roger, G. Sterne, *Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework*, w: *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, red. L. Mahadeva, G. Sterne, Routledge, Londyn 2000, s. 174.

⁸³ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 120-121.

⁸⁴ Za: A. Wojtyna, *Szkice o polityce...*, op. cit., s. 221-222.

⁸⁵ P. L. Siklos, *Monetary Policy Transparency, Public Commentary, and Market Perceptions about Monetary Policy in Canada*, Discussion Paper No. 8/2000, Deutsche Bundesbank, 2000.

przejrzystość – do procesu prowadzenia polityki (w odróżnieniu od jej skutków)⁸⁶. Przejrzystość nigdy nie jest kompletna i dlatego publiczna kontrola musi w ostatecznym rachunku dotyczyć „czynów”⁸⁷. Bank centralny musi być odpowiedzialny oraz musi osiągać zamierzone cele. Przejrzystość służy jednemu i drugiemu, co oznacza, że efekty transparentności wykraczają poza ramy demokratycznej kontroli, sięgając skuteczności działań rynkowych.

Przejrzystość stanowi konieczny warunek poddania banku centralnego publicznej ocenie, ale nie jest on wystarczający⁸⁸. Wielu autorów podziela zdanie, że nieodłącznym elementem odpowiedzialności winny być sankcje za niezrealizowanie wyznaczonych celów. Jednak wprowadzanie jakichkolwiek sankcji stoi w sprzeczności z niezależnością podmiotową banku centralnego. Niezależność banku centralnego musi eliminować wszelkie mechanizmy pozwalające na wywieranie pośredniego wpływu na decyzje kierownictwa banku, co nakłada na odpowiedzialność pewne ograniczenia⁸⁹. Jasne zdefiniowanie narzędzi dyscyplinujących bank centralny po to, aby demokratyczna kontrola nie wkraczała na obszar tych celów polityki, które stanowią podstawę jego niezależności, powinna ograniczyć wymiennieść między tymi dwoma pojęciami i uczynić je komplementarnymi⁹⁰, choć – jak na razie - są to bardziej sugestie niż rozwiązania praktyczne.

Mimo to, w literaturze dominuje pogląd, że niezależność i demokratyczna odpowiedzialność wzajemnie się dopełniają. Jeśli więc występuje tendencja do zwiększania niezależności, to jej logiczną konsekwencją powinno być wzmocnienie elementów demokratycznej kontroli. Kluczowe znaczenie ma tu optymalna kombinacja niezależności banku centralnego w dążeniu do celu z odpowiedzialnością za jego osiągnięcie tak, aby bank, który jest niezależny, podlegał publicznej ocenie (*independent but accountable*). Odpowiedzialność traktowana jest jako naturalne uzupełnienie, bądź wręcz warunek autonomii banku centralnego. „Będąc powinnością polityczną, demokratyczna kontrola działa jako przeciwwaga niezależności i dlatego stanowi konieczny dodatkowy składnik właściwego reagowania banku centralnego dysponującego pewną dyskrecjonalnością”⁹¹. Demokratyczna kontrola bywa wręcz traktowana jako moralne następstwo niezależności. „W

⁸⁶ O. Issing, *The Eurosystem: Transparent and Accountable, or „Willem in Euroland”*, “Journal of Common Market Studies” 1999, nr 3.

⁸⁷ Ibidem.

⁸⁸ A. Posen, *Six Practical Views of Central Bank Transparency*, Institute for International Economics, 2002; A. C. F. J. Houben, *The Evolution of Monetary Policy Strategies in Europe*, Kluwer, Dordrecht, 2000; i in.

⁸⁹ J. Pietrucha, *Ramy...*, op. cit., s. 122.

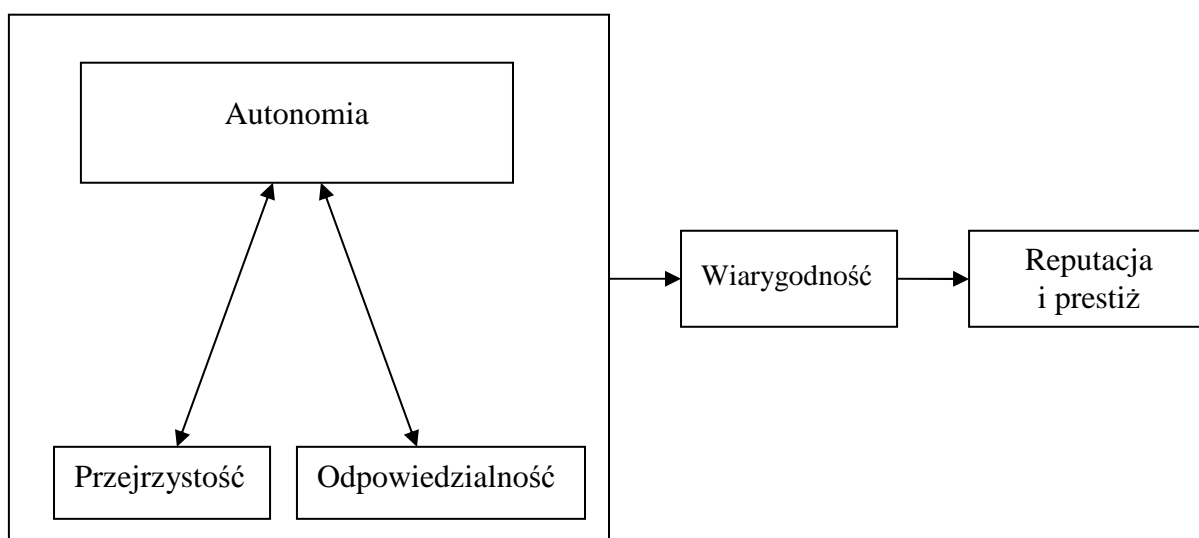
⁹⁰ A. Wojtyna, *Szkice o polityce...*, op. cit., s. 227.

⁹¹ E. D. Solans, *Commentary*, w: *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 24-26 August 2000, s. 285

demokratycznym społeczeństwie wolność działania, jaką dysponuje bank centralny, implikuje obowiązek składania wyjaśnień publiczności. Dlatego niezależność i demokratyczną kontrolę łączy związek oparty na symbiozie, a nie na konflikcie. Demokratyczna kontrola legitymizuje niezależność w ramach demokratycznej struktury politycznej”⁹².

Wzajemne zależności między poszczególnymi elementami jakościowych ram polityki pieniężnej przedstawia schemat 4.

Schemat 4. Jakościowe ramy polityki pieniężnej



Źródło: *Code of Principles and Best Practices in Central Bank Communication*, CEMLA Central Bank Communication Group, March 2004, s. 7.

Powyższy rysunek przedstawia model banku centralnego, który łączy w sobie autonomię, polegającą na określaniu celów i ich realizację według kompetencji ustawowych, wynikającą z niezależności odpowiedzialność względem społeczeństwa demokratycznego i przejrzystość, która – poza własną rolą do spełnienia tj. stabilizacją oczekiwań inflacyjnych - warunkuje istnienie pozostałych dwóch komponentów. Przy prawidłowo prowadzonej polityce, czyli wyraźnym określeniu zakresu odpowiedzialności oraz odpowiedniej strategii transparentności (prowadzenie właściwej polityki komunikacyjnej z otoczeniem), wszystkie trzy komponenty składają się na wiarygodność banku centralnego oraz budują jego prestiż i reputację.

⁹² A. Blinder, *Central Banking in Democracy*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly”, 1996; za: A. Wojtyna, *Szuce o polityce...*, op. cit., s. 226.

Warto na koniec przypomnieć, że wraz ze wzrostem niezależności banków centralnych, upowszechniło się stosowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, która stawia bankom centralnym bardzo szczególne wymagania zarówno pod względem zakresu i form demokratycznego nadzoru, jak i wiarygodności, czy stopnia przejrzystości prowadzonej polityki. Docenienie i wykorzystanie aspektów jakościowych w polityce pieniężnej stanowi podstawę skutecznego wdrożenia strategii BCI, stąd też coraz więcej banków centralnych traktuje politykę informacyjną jako aktywny instrument realizacji ich celów⁹³. Transparentność pomaga społeczeństwu i uczestnikom rynku zrozumieć politykę prowadzoną przez władze monetarne, co powinno pomóc bankowi centralnemu w kształtowaniu oczekiwań i poprawić skuteczność realizacji jego celów. Redukuje asymetrię informacji pomiędzy bankiem centralnym a otoczeniem, wpływając na wzrost zaufania społeczeństwa i rynków finansowych do banku centralnego jako niezależnej instytucji publicznej⁹⁴, podlegającej jednakże demokratycznej kontroli.

⁹³ P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Przejrzystość banków centralnych we wspieraniu stabilności finansowej*, „Bank i Kredyt”, grudzień 2006, s. 24.

⁹⁴ P. Geraats, *Central Bank Transparency*, *Economic Journal*, Vol. 112, No. 483. s. F532-F565.

Rozdział 3. Przejrzystość w badaniach i praktyce

Niniejszy rozdział stanowi przegląd najważniejszych dokonań w zakresie badań nad przejrzystością polityki pieniężnej. Część pierwsza stanowi przegląd dotychczasowych badań teoretycznych i praktycznych nad przejrzystością oraz wniosków, które z nich wynikają, zaś część druga przybliży miary stosowane przy dokonywaniu prób pomiaru różnych typów przejrzystości.

W ciągu ostatnich dwudziestu lat banki centralne stały się jednymi z najbardziej przejrzystych instytucji sektora publicznego, na co złożyły się co najmniej dwa czynniki. Po pierwsze, stopniowe zwiększanie przejrzystości działań banków centralnych stało się efektem prób pogodzenia ich rosnącej niezależności z zasadami demokracji. Po drugie zaś, od połowy lat osiemdziesiątych XX w. nastąpił gwałtowny rozwój literatury teoretycznej i empirycznej analizującej makroekonomiczne skutki zwiększania przejrzystości przez bank centralny, z których większość skłania się ku wnioskowi, że wzrost przejrzystości jest korzystny dla gospodarki¹.

3.1. Przejrzystość w literaturze teoretycznej

Początków literatury dotyczącej przejrzystości banku centralnego upatruje się w opracowaniu Cukiermana i Meltzera². Autorzy rozpatrywali skutki zmian przejrzystości w modelu zbliżonym koncepcyjnie do tego, który Barro i Gordon³ wykorzystali do analizy inflacyjnych skutków uznaniowej polityki pieniężnej⁴. W modelu tym bank centralny minimalizuje wartość funkcji straty, zależącej (negatywnie) od zmienności inflacji i (pozytywnie) od poziomu produkcji. Produkcja zmienia się pod wpływem nieoczekiwanych wydarzeń (wstrząsów monetarnych). Barro i Gordon wykazali, że w takim modelu próba minimalizowania wartości funkcji straty poprzez generowanie pozytywnych zaburzeń monetarnych podnoszących produkcję kończy się wyłącznie wyższą inflacją. Dzieje się tak, ponieważ podmioty znają preferencje banku centralnego i antycypując próbę stymulowania

¹ M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2011, s. 128.

² A. Cukierman, A. Meltzer, *A theory of ambiguity, credibility and inflation under discretion and asymmetric information*, "Econometrica" 54, 1099-1128, 1986.

³ R. J. Barro, D. B. Gordon, *A positive theory of monetary policy in a natural rate model*, "Journal of Political Economy" 91 (4), 589-610, 1983.

⁴ Za: M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka...*, op. cit., s. 130-134.

gospodarki reagują wzrostem inflacji. Choć gospodarka znajduje się w związku z tym w mało korzystnej równowadze (wysoka inflacja), bank centralny zachowuje zdolność do zaskakiwania podmiotów i – tym samym – przejściowego wpływania na produkcję.

W modelu Cukiermana i Meltzera zwiększanie przejrzystości ma dwa przeciwstawne efekty. Z jednej strony, bank centralny może skutecznie sygnalizować, że niska inflacja stanowi dlań priorytet, w związku z czym nie zamierza zwiększać produkcji kosztem szybszego wzrostu cen. Z drugiej, trudniej jest mu zaskakiwać podmioty, gdyby jednak z jakiegoś powodu chciał za pomocą nieoczekiwanej inflacji doprowadzić do zmian produkcji (np. w celu jej ustabilizowania). W efekcie, wpływ przejrzystości na dobrobyt (utożsamiany tutaj z funkcją straty banku centralnego) nie jest jednoznaczny.

W kolejnych latach, w nurcie badań zapoczątkowanym przez Cukiermana i Meltzera, powstawały opracowania wskazujące zarówno na koszty, jak i korzyści wynikające ze zwiększania przejrzystości⁵. Z jednej strony, na przykład Sorensen⁶ udowadniał, że brak przejrzystości banku centralnego prowadzi do ograniczenia żądań płacowych, co korzystnie wpływa na produkt i zatrudnienie, a Cukierman⁷ - że przejrzystość banku centralnego zmniejsza jego wpływ na realną stopę procentową, co z kolei prowadzi do wzrostu zmienności stóp nominalnych. Z drugiej z kolei strony, na przykład Schaling i Nolan⁸ argumentowali, że przejrzystość może skutecznie obniżyć oczekiwania inflacyjne w przypadku krajów o historycznie wysokich stopach inflacji. Podobnie, Chortareas i inni⁹ stwierdzili, że przejrzystość ułatwia prowadzenie dezinflacji i obniża jej realne koszty, gdyż podmioty skuteczniej odczytują preferencje przejrzystego banku centralnego, w związku z czym dostosowują swoje zachowanie do oczekiwanej dezinflacji, tym samym ją przyspieszając.

Choć literatura teoretyczna nie dostarcza jednoznacznych odpowiedzi na temat bilansu korzyści i strat wynikających z prowadzenia polityki pieniężnej w sposób przejrzysty, badania empiryczne wyraźnie wskazują na przewagę pierwszych nad drugimi¹⁰.

⁵ Ibidem, s. 131.

⁶ J. R. Sorensen, *Political uncertainty and macroeconomic performance*, *Economic Letters*, 37: 377-381, 1991.

⁷ A. Cukierman, *Establishing a Reputation for Dependability by Means of Inflation Targets*, in: L. Mahadeva, G. Sterne (eds.), *Monetary Frameworks in a Global Context*, London: Routledge, 2000.

⁸ E. Schaling, C. Nolan, *Monetary policy uncertainty and inflation: The role of central bank accountability*, *The Economist* 146 (4), 1998.

⁹ G. Chortareas, D. Stasavage, G. Sterne, *Does monetary policy reduce disinflation costs?*, *The Manchester School* 71 (5), 521-540, 2002.

¹⁰ Za: M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka...*, op. cit., s. 131.

Większa przejrzystość poprawia jakość prognoz sektora prywatnego (Swanson¹¹) oraz zwiększa wpływ banku centralnego na średnio- i długoterminowe stopy procentowe (Lange i in.¹²). W opracowaniach empirycznych potwierdzono również pozytywny wpływ przejrzystości na zmienne makroekonomiczne, w szczególności związane z kształtowaniem się procesów inflacyjnych. Levin i in.¹³ stwierdzili na podstawie analizy gospodarek rozwiniętych i wschodzących, które przyjęły strategię BCI, że związany z tym wzrost przejrzystości obniża przeciętną stopę inflacji i prowadzi do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Z kolei zdaniem Chortareas'a i in.¹⁴ wzrost przejrzystości obniża koszt prowadzenia polityki dezinflacji (*sacrifice ratio*).

Dużą popularnością wśród badaczy cieszy się także kwestia publikacji prognoz przez banki centralne¹⁵. Tarkka i Mayes¹⁶ pokazali na podstawie modelu Barro-Gordona, że publikacja prognoz zwiększa stabilność makroekonomiczną, nawet jeśli prognozy nie są dokładne. Podobnie Rudebusch i Williams¹⁷ stwierdzili na bazie modelu neokeynesowskiego, że publikacja ścieżki stóp może zmniejszyć zmienność gospodarki. Chortareas i in.¹⁸ wnioskuje na bazie modelu empirycznego, że publikacja prognoz pomaga obniżyć stopę inflacji. Ferrero i Secchi¹⁹, analizując ilościowe i jakościowe wskazania odnośnie przyszłego kształtowania się stóp procentowych, doszli do wniosku, że ich publikacja ułatwia prognozowanie przyszłej polityki pieniężnej. Z drugiej strony, Cukierman²⁰ i Gersbach²¹ pokazali, że wzrost przejrzystości może zmniejszyć wpływ banku centralnego na stabilizację cyklu koniunkturalnego, gdyż jego możliwości zaskakiwania podmiotów gospodarczych są

¹¹ E. T. Swanson, *Federal Reserve transparency and financial market forecasts of short-term interest rates*, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Finance and Economics Discussion Series: 2004-06, 2004.

¹² J. Lange, B. Sack, W. Whitesell, *Anticipations of Monetary Policy in Financial Markets*, "Journal of Money, Credit and Banking" 35 (6), 889-909, 2003.

¹³ A. T. Levin, F. M. Natalucci, J. M. Piger, *The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 86 (4), 51-80, 2004.

¹⁴ G. Chortareas, D. Stasavage, G. Sterne, *Does monetary policy...*, op. cit., 2003.

¹⁵ Za: M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka...*, op. cit., s. 132.

¹⁶ J. Tarkka, D. Mayes, *The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts*, Bank of Finland Discussion Paper 22/99, 1999.

¹⁷ G. D. Rudebusch, J. C. Williams, *Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Interest Rate Projections*, Working Paper nr 31, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2006.

¹⁸ G. Chortareas, D. Stasavage, G. Sterne, *Does It Pay To Be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/ August 2002.

¹⁹ G. Ferrero, A. Secchi, *The Announcement of Future Policy Intentions*, w druku w "Temi di Discussioni", Bank of Italy, 2007.

²⁰ A. Cukierman, *Accountability, credibility, transparency and stabilization policy in the Eurosystem*, Tel Aviv University Papers, 2000-4, 2000.

²¹ H. Gersbach, *On the negative social value of central bank's knowledge transparency*, Economics of Governance, 4, 2003, s. 91-102.

ograniczone przez publikację prognoz. Brzoza-Brzezina i Kot²² natomiast stwierdzają, że korzyści z publikacji projekcji makroekonomicznej są znacząco wyższe od korzyści z dodatkowego pokazania ścieżki stóp procentowych.

Obok nurtu formalnego modelowania korzyści i kosztów z publikacji prognoz powstały też opracowania analizujące praktyczne problemy związane z publikacją projekcji makroekonomicznych i ścieżek stóp procentowych²³. Wskazywano zarówno na potencjalne korzyści (np. lepsze zarządzanie oczekiwaniami), jak i na zagrożenia związane ze zwiększaniem przejrzystości przez banki centralne (Goodhart²⁴, King²⁵, Weber²⁶, Rudebusch²⁷). Wśród zagrożeń na pierwszy plan wysuwają się obawy, że podmioty mogą potraktować projekcję makroekonomiczną sporządzoną przy założeniu stałej stopy procentowej nie jako scenariusz ostrzegawczy, ale jako bezwzględną prognozę, co w skrajnym wariacie mogłoby doprowadzić do samospełnienia się niekorzystnej projekcji. Podkreślano, że podobne zagrożenia niesie ze sobą publikacja ścieżki stóp procentowych – potraktowanie jej przez podmioty jako zobowiązania banku centralnego mogłoby spowodować spadek wiarygodności banku w sytuacji, w której bank odszedłby od wcześniej ogłoszonej ścieżki. W tym kontekście wskazywano także na trudności, jakie mogą wynikać z konieczności wypracowania wspólnego stanowiska odnośnie przyszłej ścieżki stóp przez kolegialne ciała decyzyjne.

3.2. Przejrzystość w literaturze empirycznej

Badania empiryczne analizujące problem przejrzystości polityki pieniężnej najczęściej są poświęcone²⁸:

- pomiarowi różnych typów przejrzystości i badaniu, w którym z krajów dany typ przejrzystości występuje²⁹,

²² M. Brzoza-Brzezina, A. Kot, *The Relativity Theory Revisited: Is Publishing Interest Rate Forecasts Really so Valuable?*, NBP Working Paper 52, 2008.

²³ Za: M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka...*, op. cit., s. 133.

²⁴ C. A. E. Goodhart, *Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review (July/August): 165-181, 2001.

²⁵ M. King, *The MPC Ten Years On*, wykład dla Society of Business Economists, 2 maja 2007.

²⁶ A. Weber, *How should central banks signal their intentions regarding future interest rates?*, prezentacja na konferencji CFS "The ECB and its watchers IX", wrzesień 2007.

²⁷ G. D. Rudebusch, *Publishing Central Bank Interest Rate Forecasts*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2008.

²⁸ Za: U. Ziarko – Siwek, *Efektywność...*, op. cit., s. 65.

- badaniu wpływu „prywatnych” informacji banku centralnego na rynek³⁰,
- analizie reakcji rynku finansowego na publikowane informacje³¹,
- konsekwencjom przejrzystości polityki pieniężnej dla gospodarki³².

Zgodnie z dokonaniem w literaturze teoretycznej podziałem na przejrzystość behawioralną i instytucjonalną, wykształciły się dwa podejścia do jej pomiaru.

Jeden z nurtów badawczych koncentruje się na analizowaniu reakcji rynków finansowych na decyzje i komunikaty władz monetarnych³³. Doskonała przejrzystość oznacza, że brak asymetrii informacji czyni wszelkie decyzje z zakresu polityki pieniężnej doskonale przewidywalnymi dla otoczenia gospodarczego, więc efektywne rynki finansowe nie powinny na nie reagować. Z drugiej strony oznacza to również, że reakcje rynku finansowego na decyzje władz monetarnych mogą stanowić podstawę do oceny przejrzystości polityki prowadzonej przez te władze.

Podejście to umożliwia stosunkowo częstą analizę efektów, jakie wywołują działania banku centralnego, poprzez obserwację cen aktywów i skorelowanie ich z konkretnymi krokami podejmowanymi przez władze monetarne. Olbrzymie utrudnienie jednakże stanowi fakt, że często trudno jest dokładnie ustalić, na jaki konkretnie rodzaj informacji rynek zareagował: czy była to treść wypowiedzi jednego z członków władz monetarnych, publikacja rozkładu głosów podczas głosowania rady monetarnej, opis rozwoju wydarzeń w gospodarce światowej, czy np. komentarz do właśnie podjętej decyzji w sprawie stóp procentowych. Sama decyzja – w przypadku prowadzenia przez bank centralny przejrzystej polityki pieniężnej – raczej nie powinna być dla rynków źródłem zaskoczenia, ale ustalenie, czy tak jest rzeczywiście może również nastroczać trudności ze względu na to, że są one najczęściej podawane do wiadomości otoczenia wraz z ich uzasadnieniem. Nie bez znaczenia jest też fakt, że jak dotąd badania tego typu ograniczają się do kilku najbardziej rozwiniętych krajów

²⁹ Badania takie prowadzili m. in.: A. Blinder, C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton, C. Wyplosz, *How do central bank talk?*, Geneva Report on the World Economy, 3, 2001; S. C. Eijffinger, P. M. Geraats, *How transparent are central banks?*, CEPR Discussion Paper No. 3188, 2002.

³⁰ Badania takie prowadzili m. in.: J. Peem, E. S. Rosengren, G. M. B. Tootell, *Is bank supervision central to central banking?*, Federal Reserve of Boston, Working Paper No. 99-7, 1999; Ch. D. Romer, D. H. Romer, *Federal Reserve information and the behavior of interest rates*, NBER Working Paper Series No. 5692, 1996.

³¹ Badania takie prowadzili m. in.: M. Jarmuzek, L. T. Orłowski, A. Radziwill, *Monetary Policy Transparency in The Inflation Targeting Countries: the Czech Republic, Hungary and Poland*, „CASE Studia i Analizy” nr 281, 2004; U. Ziarko – Siwek, *Efektywność informacyjna...*, op. cit., 2005.

³² Badania te prowadzili m. in.: S. C. Cecchetti, S. Krause, *Central bank structure, policy efficiency and macroeconomic performance: exploring empirical relationships*, “Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, 2001.

³³ Por. na przykład: A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, D. J. Haan, D. J. Jansen, *Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence*, NBER Working Paper 13932, 2008.

świata. Wyciąganie wniosków na podstawie reakcji rynków finansowych w krajach rozwijających się uniemożliwia stosunkowo niski stopień ich efektywności³⁴.

Rynek finansowy jest tym bardziej efektywny, im szybciej ceny aktywów (akcji, obligacji, stóp procentowych, kursu walutowego czy instrumentów pochodnych) dostosowują się do nowych informacji. Analiza badań prowadzonych na rynkach zagranicznych (szczególnie na rynku amerykańskim) dowodzi, że na bardziej rozwiniętych i płynnych rynkach reakcje na nowe informacje są bardzo szybkie - czasami następują w ciągu kilku minut czy wręcz sekund. W krajach, w których rynki finansowe mają krótsze tradycje, dostosowanie się do nowej informacji może trwać nawet kilka dni, co świadczyć będzie o niskiej efektywności rynku finansowego³⁵. W tej sytuacji trudno wyciągać wnioski na temat stopnia przejrzystości polityki prowadzonej przez władze monetarne.

Drugie podejście do pomiaru przejrzystości analizuje dostępność informacji istotnych z punktu widzenia prowadzonej polityki pieniężnej. Chodzi tu o cały szereg danych, począwszy od określenia celu czy celów polityki pieniężnej, sposobu, w jaki dany bank centralny zamierza je osiągnąć, poprzez publikację wszystkich możliwych elementów procesu decyzyjnego (w oparciu o jakie dane, modele, prognozy decyzje zostały podjęte, czy jakie argumenty podnosili poszczególni członkowie władz monetarnych przy ich podejmowaniu) po dogłębną analizę skuteczności podjętych działań w świetle rozwoju sytuacji makroekonomicznej nie tylko na rynku krajowym, ale i globalnym.

Ocenie poziomów i zmian stopnia przejrzystości służyło opracowanie indeksów przejrzystości (ich opis zawiera podrozdział 3.3). Badania przeprowadzone w oparciu o wspomniane indeksy dostarczyły cennych informacji na temat szacunków przejrzystości banków centralnych na świecie.

Blinder, Goodhart, Hildebrand, Lipton i Wyplosz³⁶ jako jedni z pierwszych podjęli próbę opisanie i oceny praktyk dotyczących przejrzystości polityki pieniężnej pięciu głównych banków świata: Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, Europejskiego Banku Centralnego, Banku Japonii, Banku Anglii oraz Banku Rezerw Nowej Zelandii. Formułując pewne zalecenia w zakresie polityki informacyjnej dla czterech ze wspomnianych banków, autorzy uznają bank centralny Nowej Zelandii za wzorcowy (tj. niewymagający żadnych ulepszeń) pod względem przejrzystości działań, zaś Bankowi Anglii zalecają jedynie szybsze publikowanie oświadczeń po posiedzeniach władz monetarnych.

³⁴ P. M. Geraats, *Trends...*, op. cit., s. 8.

³⁵ U. Ziarko – Siwek, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, Cedetu, Warszawa 2005, s. 8.

³⁶ A. S. Blinder, C. A. Goodhart, P. M. Hildebrand, D. Lipton, C. Wyplosz, *How Do Central Banks Talk?* Geneva Reports on the World Economy No. 3, International Center for Monetary and Banking Studies, 2001.

Autorzy nie dokonują próby oszacowania poziomu przejrzystości analizowanych banków, ich analiza ma charakter opisowy.

Fry, Julius, Mahadeva, Roger i Sterne³⁷ zdecydowali się na udokumentowanie praktyk w zakresie przejrzystości polityki pieniężnej (oraz innych jej aspektów), przeprowadzając badania ankietowe wśród 94 banków centralnych. Badaniem objęli zatem państwa o różnym stopniu rozwoju gospodarczego (kraje rozwinięte, rozwijające się czy tzw. *emerging markets*) oraz realizujące różne strategie polityki pieniężnej. Rozbudowana ankieta zawierała pytania dotyczące takich aspektów ram polityki pieniężnej, jak niezależność, przejrzystość czy odpowiedzialność demokratyczna, jednak sposób jej skonstruowania sprawiał, że porównywanie otrzymanych danych mogło nastroczać analizującym pewne trudności. Poza pytaniami zamkniętymi ankieta zawierała znaczną ilość pytań otwartych oraz takich, na które odpowiedzi zawierają sporą dozę uznaniowości³⁸. W odniesieniu do przejrzystości polityki pieniężnej autorzy podjęli cenną próbę stworzenia wskaźnika, który mierzy stopień zaangażowania banków centralnych w wyjaśnianie otoczeniu: decyzji z zakresu polityki pieniężnej, prognoz i analiz długoterminowych, znaczenia publikowanych analiz i badań (patrz punkt 3.3.1). W swoich badaniach ograniczyli się jednak do przedstawienia sytuacji w jednym tylko roku – 1998, co naturalnie wyklucza możliwość obserwacji dynamiki zjawiska, czy ustalenia pojawiających się prawidłowości.

Niezwykle istotny wkład w badania nad przejrzystością polityki pieniężnej wnieśli Eijffinger i Geraats³⁹, konstruując własny miernik przejrzystości instytucjonalnej. Przeanalizowali oni 9 banków centralnych świata w latach 1998 – 2002 pod kątem pięciu wyróżnionych przez siebie aspektów przejrzystości i jako pierwsi udokumentowali zdecydowany jej wzrost w praktyce tej – niestety nielicznej - grupy banków. Ustalili też, że w badanej grupie najwyższą przejrzystością cieszyły się banki centralne Nowej Zelandii, Szwecji i Wielkiej Brytanii, najniższą zaś – Bank Rezerw Australii, Bank Japonii i Narodowy Bank Szwajcarii. Z ich badań wynikało również, że Europejski Bank Centralny wyprzedzał amerykański FED pod względem otwartości w zakresie celu i realizowanej strategii (tzw. przejrzystość polityczna), ale ustępował mu w kwestii sprawnego komunikowania i uzasadniania podjętych decyzji (przejrzystość prowadzonej polityki).

³⁷ M. Fry, D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger, G. Sterne, *Key issues in the choice of monetary policy framework*, w: Mahadeva, L., Sterne, G. (red.), *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Routledge, London 2000, s. 1-216.

³⁸ Przykładem takich pytań mogą być: „Jak zdefiniowałby Pan/Pani niezależność banku centralnego?”, „Jak ważne są zdaniem Pana/Pani prognozy makroekonomiczne?” etc.

³⁹ S. C. Eijffinger, P. M. Geraats, *How transparent are central banks?*, „European Journal of Political Economy” 22 (1) 2004, s. 1-21.

Crowe i Meade⁴⁰ przeprowadzili interesujące badania w oparciu o wskaźnik, będący połączeniem efektów prac Geraats i Eiffingera w zakresie przejrzystości oraz Cukiermana, Webba i Neyapti⁴¹ w zakresie niezależności. Choć w swoich badaniach autorzy podjęli ważną próbę skorelowania tych dwóch elementów ram instytucjonalnych polityki pieniężnej w znacznej grupie krajów, to pewne wątpliwości może jednak budzić zastosowana metodologia⁴². Jednym z ważniejszych wniosków, jakie autorzy wysnuli na podstawie swoich badań jest to, że w sytuacji większej przejrzystości działań władz monetarnych podmioty zdają się bardziej polegać na informacji ogólnodostępnej (publicznej) niż prywatnej. Choć Crowe i Meade nie dopatrzili się statystycznie istotnego wzrostu przejrzystości polityki pieniężnej w całej grupie analizowanych banków centralnych od końca lat 90-tych do końca badanego przez nich okresu (2006 r., czasem 2005 r.), to wzrost taki zaobserwowali w krajach rozwiniętych.

Śladami Crowe i Meade poszli Chortareas, Stasavage i Sterne⁴³, którzy - również bazując na danych, uzyskanych przez Fry'a i in.⁴⁴ - stworzyli własny miernik przejrzystości, koncentrujący się głównie na publikowanych przez banki centralne prognozach makroekonomicznych i szczególności ich wyjaśnienia otoczeniu gospodarczemu. Po przeanalizowaniu pod tym kątem 87 banków centralnych, autorzy konkludują, że wyższa przejrzystość polityki pieniężnej kojarzona jest z niższym poziomem inflacji (bez względu na to, czy nominalną kotwicą stosowaną w tych krajach jest cel inflacyjny czy monetarny⁴⁵) oraz niższym współczynnikiem wyrzeczenia⁴⁶.

Z kolei Dincer i Eichengreen⁴⁷ w najszerzej jak dotąd zakrojonych badaniach wykorzystali indeks stworzony przez Eijffingera i Geraats do przeanalizowania praktyki banków centralnych w aż 100 krajach świata na przestrzeni 8 lat (tj. w latach 1998-2006).

⁴⁰ C. Crowe, E. E. Meade, *Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness*, IMF Working Paper 08/119, 2008.

⁴¹ A. Cukierman, S. B. Webb, B. Neyapti, *Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes*, World Bank Economic Review, vol. 6, 1992, s. 353-398.

⁴² Autorzy przeanalizowali 72 banki centralne pod kątem ich niezależności, ale już tylko połowę z nich (37) pod kątem ich przejrzystości. Wykorzystali też różne sposoby gromadzenia danych dla różnych okresów: analizując niezależność banków centralnych, Crowe i Meade łączą wyniki Cukiermana i in. (lata 80-te do 1991r.) ze swoimi, sięgającymi roku 2003, natomiast w kwestii przejrzystości, polegają na danych, uzyskanych przez Fry'a i in. (2000) dla lat 90-tych i swoich obliczeniach, stosując uproszczoną wersję wskaźnika Eijffingera i Geraats (2006), przez co otrzymują wyniki, dotyczące nieco innego przedziału czasowego: lata 90-te do 2006 r.

⁴³ G. Chortareas, D. Stasavage, G. Sterne, *Does It Pay To Be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, No. 84, 2003, s. 99-117.

⁴⁴ M. Fry, D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger, G. Sterne, *Key issues...*, op. cit., s. 99-118.

⁴⁵ Zaobserwowana tendencja ta nie dotyczy jednak krajów, prowadzących politykę pieniężną w oparciu o kontrolę kursu walutowego.

⁴⁶ Współczynnik wyrzeczenia (*sacrifice ratio*) to koszt dezinflacji w postaci wyższego bezrobocia.

⁴⁷ N. Dincer, B. Eichengreen, *Central bank transparency: Where, why and with what effects?*, NBER Working Paper 13003, 2007.

Pozwoliło to na zgromadzenie imponującej bazy danych i ustalenie ponad wszelką wątpliwość, że banki centralne w ostatnich kilku latach znacznie zwiększyły zakres udostępnianych informacji, zwiększając tym samym przejrzystość prowadzonej polityki pieniężnej⁴⁸.

Wnioski płynące z dotychczasowych badań nad przejrzystością polityki pieniężnej można podsumować następująco⁴⁹:

- W ostatnich latach nastąpił wyraźny wzrost przejrzystości banków centralnych na świecie i tendencja ta bynajmniej nie dotyczy wyłącznie małej grupy krajów najbardziej rozwiniętych. Choć kraje rozwinięte zanotowały najwyższy wzrost przejrzystości polityki pieniężnej w nich prowadzonej, to poprawa wyników indeksu przejrzystości dotyczy również krajów rozwijających się i tzw. *emerging markets*.
- Najwyraźniej zauważalna zmiana dotyczyła informowania otoczenia o podjętych bądź planowanych decyzjach z zakresu polityki pieniężnej, jak i udostępniania analiz makroekonomicznych, które nań wpłynęły. W zakresie tym jednak zaobserwowano znaczne różnice między krajami stosującymi różne strategie polityki pieniężnej. Banki centralne stosujące strategię BCI doświadczyły największego wzrostu przejrzystości, podczas gdy banki centralne kontrolujące podaż pieniądza lub kurs walutowy również zwiększyły ilość udostępnianych informacji, jednak nie w tak spektakularnym zakresie.
- Największy wzrost przejrzystości polityki pieniężnej zanotowały też kraje o wysokim stopniu rozwoju gospodarczego, które w latach 90tych zmagaly się z wysoką inflacją. Co więcej, kraje o wysokim stopniu przejrzystości polityki pieniężnej doświadczały następnie niższej inflacji.
- W zakresie przejrzystości politycznej najwyraźniejsza zmiana dotyczyła stopniowego zwiększania się ilości banków centralnych dysponujących niezależnością w zakresie doboru instrumentów. Na zwiększenie przejrzystości ekonomicznej wpłynęło przede wszystkim upowszechnienie publikowania prognoz makroekonomicznych ilościowych (np. inflacji czy produkcji), a nie – jak to miało powszechnie miejsce przed badanym okresem – wyłącznie jakościowych. Upowszechnienie wyjaśniania sposobów dostosowania instrumentów polityki pieniężnej w reakcji na przewidywany rozwój sytuacji makroekonomicznej tak, aby został osiągnięty cel tejże polityki oraz coraz powszechniej stosowana publikacja zapisów dyskusji znacznie zwiększyły przejrzystość

⁴⁸ Z badań przeprowadzonych przez Dincer i Eichengreen'a wynika, że ze wszystkich 100 przebadanych banków centralnych tylko u 10 nie zaobserwowano wzrostu transparentności w badanym okresie. (N. Dincer, B. Eichengreen, *Central Bank...*, op. cit., s. 9, 31).

⁴⁹ Za: P. M. Geraats, *Trends in Monetary Policy Transparency*, CESIFO Working Paper No. 2584, March 2009.

proceduralną. Natomiast szybkie ogłaszanie decyzji władz monetarnych i wyjaśnianie ich otoczeniu gospodarczemu przyczyniły się do zwiększenia przejrzystości prowadzonej polityki⁵⁰.

- Analizując różnice pomiędzy krajami stosującymi różne strategie polityki pieniężnej, zaobserwowano, że kraje stosujące strategię BCI (*inflation targeters*) charakteryzowały się niską inflacją, wysokim PKB per capita i najwyższym stopniem przejrzystości polityki pieniężnej. Kraje stosujące strategię kontroli podaży pieniądza (*monetary targeters*) w analizowanym okresie zwykle miały wyższą inflację, niski poziom PKB per capita i niski poziom przejrzystości polityki pieniężnej. Z kolei o krajach stosujących strategię kontroli kursu walutowego (*exchange rate targeters*) można powiedzieć, że miały niską inflację, niski poziom przejrzystości polityki pieniężnej i zróżnicowany poziom rozwoju gospodarczego. Wreszcie kraje o niesprecyzowanej jasno strategii polityki pieniężnej miały przeciętnie średni poziom transparentności oraz zróżnicowany poziom inflacji i rozwoju ekonomicznego.

3.3. Pomiar przejrzystości polityki pieniężnej

Dużym utrudnieniem w badaniach nad przejrzystością polityki pieniężnej jest po pierwsze niedostatek danych, a po drugie fakt, że jest ona sama w sobie pojęciem trudnym do zmierzenia. Przyjmując najprostszą definicję przejrzystości, tj. brak asymetrii informacji pomiędzy władzami monetarnymi a podmiotami gospodarczymi⁵¹, nie sposób nie zauważyć, że to zadanie bardzo złożone. Trudno jest bowiem zmierzyć stopień, w jakim sektor prywatny jest w posiadaniu tych samych informacji, co władze monetarne, choćby ze względu na niewyobrażalną ilość tychże informacji, czy różnorodność ich źródeł. Jeszcze trudniej zmierzyć stopień rzeczywistego zrozumienia przez rynek procesów decyzyjnych w polityce pieniężnej. Komunikacja jest procesem niezwykle złożonym. Zanim informacja, która wyszła od nadawcy, dojdzie do odbiorcy, podlega „zniekształceniu” przez tzw. szum informacyjny (np. natłok innych informacji, czasem informacji sprzecznych itd.). Ponadto każdy odbiorca „filtruje” informacje, które do niego docierają, przez pryzmat swoich doświadczeń, zasłyszanych opinii, czy zdobytej wiedzy, która umożliwia mu zrozumienie kwestii na danym poziomie trudności. Stąd też wynika wniosek, że informacja wychodząca od nadawcy niekoniecznie jest tą samą informacją, która dociera do odbiorcy, bądź też, że

⁵⁰ Choć, jak podkreśla Geraats, bardzo niewiele banków centralnych dostarcza wyczerpujących wyjaśnień wszystkich swoich decyzji, a zwłaszcza tych o zaniechaniu działań (P. M. Geraats, *Trends...*, op. cit., s. 12)

⁵¹ P. M. Geraats, *Central Bank Transparency*, *Economic Journal* 112 (483), F532-F565, 2002, s. 2.

istnieje duże prawdopodobieństwo, iż ta sama informacja może zostać zinterpretowana przez różnych odbiorców (np. gospodarstwa domowe i analityków finansowych) na różne sposoby. Dlatego też bank centralny musi rozważyć nie tylko to, co komunikuje, jak komunikuje (za pomocą jakich kanałów przekazuje daną informację), ale i komu komunikuje (do jakiej grupy odbiorców się zwraca z danym przekazem). Ważne jest, aby podczas generowania informacji dla różnych grup odbiorców nie dochodziło do wysyłania sprzecznych informacji. Bank centralny musi mówić o tym samym, choć nie może mówić tak samo (jeśli ma być zrozumiany). Fakt, że bank centralny musi się zwracać do tak niezwykle zróżnicowanego audytorium stanowi bodaj największą przeszkodę w skutecznej komunikacji między nimi.

Dotychczas przyjęto dwa podejścia do kwestii pomiaru przejrzystości polityki pieniężnej. Jak wspomniano wcześniej, w **ujęciu instytucjonalnym** pomiar przejrzystości polega na konstruowaniu mierników agregujących przyjęte zasady upubliczniania informacji przez bank centralny. W **ujęciu behawioralnym** natomiast przejrzystość bada się albo poprzez badania ankietowe, bądź też poprzez badanie reakcji cen instrumentów finansowych na informacje ogłaszane przez władze monetarne.

3.3.1. Mierniki przejrzystości instytucjonalnej

Prób pomiaru przejrzystości polityki pieniężnej podejmuje się z wielu względów. Analiza porównawcza praktyk, stosowanych przez banki centralne na świecie w zakresie polityki informacyjnej, ma na celu przede wszystkim określenie roli i znaczenia przejrzystości w polityce pieniężnej, jak i odkrycie współzależności, istniejących między przejrzystością a innymi elementami ram instytucjonalnych tejże polityki, takimi, jak niezależność władz monetarnych oraz ich odpowiedzialność przed społeczeństwem demokratycznym.

Skonstruowanie wskaźnika przejrzystości instytucjonalnej wymaga dokonania wyboru takiego zestawu zmiennych, które w satysfakcjonujący sposób dostarczałyby informacji o tym, jak dany bank centralny komunikuje się ze społeczeństwem i jakie treści stara się mu przekazać. Wybór taki utrudnia fakt, że wyodrębnienie poszczególnych aspektów przejrzystości nie jest sprawą łatwą. Często bowiem pewne dane mogą stanowić podstawę do wnioskowania nie tylko na temat przejrzystości, ale i np. wiarygodności banku centralnego, stąd też stają się elementem wskaźników dotyczących wiarygodności. Często zresztą przejrzystość mierzona i analizowana jest właśnie w kontekście innych aspektów jakościowych polityki pieniężnej. Kolejna trudność może wynikać z konieczności przypisania wag poszczególnym elementom wskaźnika w zależności od tego, jak istotną rolę

odgrywają w polityce pieniężnej. W tym przypadku trudno nie ulec pewnej dozie subiektywizmu.

W literaturze pojawiło się wiele propozycji wskaźników przejrzystości instytucjonalnej, akcentujących różne jej aspekty. Opis najczęściej przytaczanych jest przedmiotem poniższego podrozdziału.

- Wskaźnik zaproponowany przez Siklosa⁵², wyróżnia 11 elementów przejrzystości.

Tabela 5. Wskaźnik przejrzystości Siklosa (2002)

Lp.	Składniki przejrzystości:
1.	Publikacja zapisów dyskusji (<i>minutes</i>) Komitetów Monetarnych
2.	Główne założenia przy formułowaniu prognoz
3.	Publikacja rozkładu głosów
4.	Regularna publikacja sposobu podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej i ich uzasadnienie
5.	Jaki jest główny instrument polityki pieniężnej na poziomie operacyjnym?
6.	Czy istnieje niezależność w zakresie stosowanego instrumentu/instrumentów?
7.	Czy cel polityki pieniężnej jest taki sam, jak jej cel operacyjny?
8.	Czy cele polityki pieniężnej uwzględniają kwestię stabilności finansowej?
9.	Czy wszelkie dane, dotyczące wykorzystywanych modeli ekonomicznych są ogólnie dostępne, czy też są opisane, ale bez podawania szczegółów?
10.	Stosowane formy komunikacji: <ul style="list-style-type: none"> • oświadczenia lub raporty o inflacji, • raporty, biuletyny na temat działalności banku centralnego, • regularne przemówienia, • badania naukowe, • raporty roczne/analiza retrospektywna polityki pieniężnej.
11.	Upublicznienie strategii i/lub ograniczeń polityki pieniężnej

Choć miernik ten obejmuje stosunkowo szerokie spektrum elementów przejrzystości, to, po pierwsze, pomija wiele innych (np. publikację danych dotyczących stanu gospodarki). Po drugie, sposób sformułowania pytań dopuszcza różnorodność odpowiedzi, co utrudnia ich porównanie. Po trzecie natomiast, brak w nim propozycji numerycznego oszacowania poziomu przejrzystości analizowanych banków centralnych (brak zaproponowanej punktacji i/czy przypisania wag), które ułatwiłyby analizę porównawczą otrzymanych wyników.

- Miernik Stasavage'a⁵³ traktuje przejrzystość działań banku centralnego w sposób mocno uproszczony.

⁵² P. L. Siklos, *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II*, Cambridge University Press, Cambridge, 2002.

⁵³ D. Stasavage, *Transparency, Democratic Accountability, and the Economic Consequences of Monetary Institutions*, *American Journal of Political Science*, Volume 47, Issue 3, July 2003.

Tabela 6. Wskaźnik przejrzystości Stasavage’a (2003)

Lp.	Składniki przejrzystości:
1.	Jaka jest forma publikacji prognoz makroekonomicznych (wyłącznie opisowa czy z podaniem konkretnych, numerycznych danych)?
2.	Czy bank centralny publikuje analizy <i>forward-looking</i> w standardowych publikacjach przynajmniej raz w roku?
3.	Czy publikuje się informacje dotyczące ew. zagrożeń dla prognoz, a jeśli tak to w jakiej formie?
4.	Czy omawiane są przeszłe błędy prognoz i czy jest to procedura standardowa?

Zdaniem Stasavage’a, dobrym wskaźnikiem przejrzystości polityki pieniężnej jest publikacja prognoz makroekonomicznych. W swoich badaniach autor odkrył jednak, że aż 36 banków centralnych (na 44, które przeanalizował) publikuje jakąś formę prognoz, dlatego skonstruował indeks, składający się z 4 elementów (tabela 6). Uzyskanie odpowiedzi na dwa pierwsze pytania miało na celu podzielenie banków centralnych na te, które nie publikują żadnych prognoz i te, które ograniczają się do krótkich komentarzy odnośnie np. przyszłej inflacji. Z kolei dwa ostatnie elementy służą ocenie, które z analizowanych banków centralnych podają bardziej szczegółowe prognozy. Gdy dodatkowo bank dostarczał przy tym oceny przeszłych błędów prognoz, jego przejrzystość była oceniana wyżej. Skoncentrowanie się wyłącznie na publikacji prognoz – choć niewątpliwie istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej – stanowi najbardziej oczywistą słabość tego wskaźnika.

- Miernik de Haana i Amtenbrinka⁵⁴ (2003) traktuje przejrzystość bardziej kompleksowo.

J. de Haan i F. Amtenbrink wyodrębnili z mierników stworzonych przez Bini – Smagiego i Grosa⁵⁵ oraz Eijffingera i Hoerberichsta⁵⁶ aspekty związane z przejrzystością polityki pieniężnej. Zarówno Bini-Smaghi i Gros, jak i Eijffinger i Hoerberichst w swoich badaniach podjęli się próby oszacowania poziomu przejrzystości i odpowiedzialności wybranych banków centralnych⁵⁷, konstruując jeden wspólny wskaźnik dla obydwu pojęć. O ile jednak dwaj pierwsi autorzy zbudowali wskaźnik, nie precyzując, który z 15

⁵⁴ J. de Haan, D. Amtenbrink, *A Non-Transparent European Central Bank? Who is to Blame?*, University of Groningen, April 2003.

<http://ssrn.com/abstract=1138224>

⁵⁵ L. Bini – Smaghi, D. Gros, *Is the ECB sufficiently Accountable and Transparent?*, CEPS Working Document No. 169, 2001.

⁵⁶ S. Eijffinger, M. Hoerberichs, *Accountability and Transparency: Theory and Evidence*, Economic Research Centre of the Bundesbank, Discussion Paper No. 6, 2000.

⁵⁷ Były to banki centralne Kanady, Japonii, Wielkiej Brytanii, Europejski Bank Centralny, amerykański Fed, a w badaniach Bini-Smagiego i Grosa dodatkowo jeszcze niemiecki Bundesbank.

wyróżnionych przez nich elementów⁵⁸ mierzy poziom przejrzystości polityki pieniężnej, a który odnosi się raczej do kwestii odpowiedzialności⁵⁹, o tyle Eijffinger i Hoerberichst traktują przejrzystość wręcz jako ‘element składowy’ odpowiedzialności. Co ciekawe, autorzy ci nie uznali np. publikacji celu (oraz jego kwantyfikacji czy hierarchizacji w przypadku kilku celów) za element zwiększający przejrzystość, tylko odpowiedzialność. O tym, czy dany bank centralny został uznany za przejrzysty czy nie, decydowały trzy zmienne: publikacja raportów o inflacji, publikacji *minutes* oraz obowiązek wyjaśnienia otoczeniu przez władze monetarne, w jakim stopniu udało im się osiągnąć zamierzone cele⁶⁰.

De Haan i Amtenbrink w zaproponowanym przez siebie wskaźniku łączą elementy obydwu wyżej wymienionych mierników, uwzględniając takie wyznaczniki przejrzystości, jak: jednoznaczny cel polityki, jednoznaczna hierarchizacja celu, jednoznaczny horyzont czasowy, kwantyfikacja celu, ogłoszenie strategii, prognoza inflacyjna, przesłuchania w parlamencie, częstotliwość raportów, itp. (tabela 7).

Tabela 7. Miernik przejrzystości de Haana i Amtenbrinka (2003)

Lp.	Składniki przejrzystości	Max. ilość punktów
Cele:		
1.	Czy cele polityki pieniężnej są określone?	1
2.	Czy ustalona jest hierarchia celów?	1
3.	Czy cele są wyraźnie sformułowane?	1
4.	Czy jest ustalony horyzont czasowy realizacji celu/celów?	1
5.	Czy cel jest wyrażony liczbowo?	1
Strategia:		
6.	Czy jest podana informacja o stosowanej strategii polityki pieniężnej?	2
7.	Czy decyzje dotyczące stóp procentowych są niezwłocznie ogłaszane i zawsze wyjaśniane?	2
8.	Czy bank centralny publikuje prognozy inflacji	2
Strategia komunikacyjna:		
9.	Wystąpienia przed parlamentem	1
10.	Częstotliwość raportów	2
11.	Harmonogram spotkań	1

⁵⁸ Wg podziału stosowanego przez autorów, dwa pierwsze dotyczą celów (określenie celu i jego kwantyfikacja) a 13 pozostałych – szeroko pojętej strategii.

⁵⁹ Co oczywiście, jak już zasygnalizowano, nie jest proste, gdyż możliwość jednoznacznego wyznaczenia granicy między przejrzystością a odpowiedzialnością jest kwestią mocno dyskusyjną.

⁶⁰ Eijffinger i Hoerberichst mierzą odpowiedzialność demokratyczną za pomocą 13 wyznaczników podzielonych na 3 grupy: cele (4 zmienne), przejrzystość (3 zmienne) i odpowiedzialność podmiotowa – *responsibility* (6 zmiennych).

12.	Konferencje prasowe/komunikaty prasowe	2
13.	Publikacja <i>minutes</i>	1
14.	Publikacja imiennych wyników głosowań	1
Razem:		19 punktów

Źródło: J. de Haan, D. Amtenbrink, *A Non-Transparent European Central Bank...*, op. cit. s. 9.

Autorzy zbudowali wskaźnik, który obejmuje informacje publikowane przez bank centralny, jak i jego działania. Sformułowali 14 pytań, dotyczących trzech głównych obszarów polityki pieniężnej: jej celu (bądź celów), strategii oraz stosowanej polityki komunikacyjnej. Zdaniem autorów przejrzystość stanowi strategiczną działalność banku centralnego, który w ten sposób pomaga otoczeniu zrozumieć jego decyzje. Oszacowanie poziomu transparentności działań danego banku centralnego polega na przyznaniu mu jednego punktu (czasem dwóch, w zależności od tego, jak ważną – zdaniem autorów – dany czynnik odgrywa rolę w polityce pieniężnej) za każdą twierdzącą odpowiedź na pytania zawarte we wskaźniku. Przyznanie jakiemuś bankowi centralnemu 19 punktów oznaczałoby maksymalną przejrzystość wg wskaźnika de Haana i Amtenbrinka.

Choć żaden z analizowanych przez autorów banków centralnych⁶¹ takiej noty nie otrzymał, to najwyżej oceniono przejrzystość Banku Rezerw Nowej Zelandii, co potwierdza wyniki otrzymane przez innych badaczy. Zaskakująco wysoko oceniono jednak przejrzystość EBC, który w opinii innych rzadko uznawany jest za przejrzysty, co przyznają sami autorzy, wyjaśniając, iż taki wynik jest rezultatem zastosowania innego systemu wag, niż ten, którego używał np. Siklos, prowadząc badania w oparciu o skonstruowany przez siebie wskaźnik.

Choć miernik de Haana i Amtenbrinka wyróżnia się na tle opisanych dotychczas wskaźników przejrzystości instytucjonalnej, tym, że uwzględnia wiele istotnych zmiennych, brakuje w nim odniesień do danych makroekonomicznych czy modeli, wykorzystywanych w procesie decyzyjnym. Dostyc pobeżnie też traktuje elementy strategii komunikacyjnej i praktycznie zupełnie pomija kwestię oceny skuteczności polityki pieniężnej w osiąganiu zamierzonych celów.

To, jak ważna jest otwartość w kwestii podjętych decyzji dotyczących polityki pieniężnej, ich analizowanie i wyjaśnianie otoczeniu zdawali się mieć na uwadze autorzy następnego miernika przejrzystości.

- Miernik stworzony przez Fry'a i innych⁶² uwzględnia wyjaśnianie przez bank centralny decyzji dotyczących polityki pieniężnej, czy publikacje analiz i ocen (tabela 8).

⁶¹ EBC, FED, Bank Anglii, Bank Rezerw Nowej Zelandii, Bank Kanady i niemiecki Bundesbank.

⁶² M. Fry, A. Julius, L. Mahadeva, S. Roger, G. Sterne, *Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework*, w: *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, red. L. Mahadeva, G. Sterne, Routledge, London 2000.

Tabela 8. Wskaźnik przejrzystości Fry'a i innych

Składniki przejrzystości	Waga	Punkty	Odpowiedź
Wyjaśnianie decyzji dotyczących polityki pieniężnej			
1. Wyjaśnianie w dniu zmiany polityki	1,5	100	Tak
		0	Nie
2. Wyjaśnienia w przypadku braku zmiany polityki	0,3	100	Tak
		50	Czasami
		0	Nie
3. Decyzje polityki pieniężnej omawiane w standardowych biuletynach i raportach	2	100	co najmniej dwa razy w roku
		50	co najmniej raz w roku
		0	Nie
4. Publikacja <i>minutes</i> (zapisów dyskusji)	1	100	W miesiącu obrad
		50	ponad miesiąc później
		0	Nie
5. Publikacja wyników głosowania	0,5	100	Tak
		0	Nie
Publikacja analiz forward-looking			
6. Analizy w standardowych biuletynach i raportach	2	100	częściej niż corocznie
		50	Corocznie
		25	Nieokreślona częstotliwość
		0	Inaczej
7. Forma publikacji	1,5	100	opis, dane, wykresy
		50	opis i dane lub wykresy
		25	nieokreślona forma
		0	Żadna
8. Publikacja ryzyka prognozy	1	100	opis, dane, wykresy
		50	opis i dane lub wykresy
		0	Brak
9. Dyskusja przeszłych błędów prognozy	1	100	Tak
		50	Czasami
		0	Nie
Oceny i analizy			
10. Analizy w standardowych biuletynach i raportach	2	100	częściej niż corocznie
		50	co najmniej corocznie
		0	Brak

Składniki przejrzystości	Waga	Punkty	Odpowiedź
11. Wystąpienia	1,5	100	co najmniej miesięcznie
		66	co najmniej kwartalnie
		33	rzadziej niż kwartalnie lub okazjonalnie
		0	nigdy lub prawie nigdy
12. Working papers i inne publikacje badawcze	1	100	więcej niż 10 corocznie
		66	więcej niż 5 corocznie
		33	więcej niż 2 lub okazjonalnie
		0	Nigdy

Źródło: M. Fry, A. Julius, L. Mahadeva, S. Roger, G. Sterne, *Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework*, w: *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, red. L. Mahadeva, G. Sterne, Routledge, London 2000.

Miernik Fry'a i innych spotkał się z krytyką ze względu na stosunkowo niewielki zakres uwzględnionych aspektów przejrzystości. Brak w nim odniesień do stosowanej strategii, celów polityki pieniężnej, czy choćby uwzględnienia wielu innych kanałów, którymi bank centralny komunikuje się z rynkami.

Mając na uwadze doświadczenia ostatniego kryzysu, które ponownie zwróciły uwagę rynków na fundamentalne znaczenie stabilności finansowej, warto wskazać na miernik zaproponowany przez Sotomską-Krzysztofik i Szczepańską⁶³. Autorki zbudowały syntetyczny wskaźnik transparentności, służący ocenie i porównaniu stopnia otwartości wybranych banków centralnych świata w kwestiach dotyczących stabilności systemu finansowego (tabela 9). Badaniem objęły 35 banków centralnych, które – w świetle otrzymanych wyników – charakteryzują się znacznym zróżnicowaniem pod względem przejrzystości w obszarze stabilności finansowej⁶⁴.

⁶³ P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 200, NBP, Warszawa 2006.

⁶⁴ Autorki poddały analizie EBC, 15 banków ze 'starych' krajów UE, 10 banków z nowych krajów członkowskich i 9 banków spoza UE. W świetle ich badań najwyższą przejrzystością charakteryzowały się: Bank Anglii, Bank Szwecji i Bank Norwegii, a najniższą: niemiecki Bundesbank, Bank Grecji oraz banki centralne Cypru i Łotwy.

Tabela 9. Wskaźnik przejrzystości Sotomskiej-Krzysztofik i Szczepańskiej

Lp.	Elementy składowe wskaźnika	Punktacja
1.	Stabilność finansowa jako cel/funkcja	Zapis w ustawie – 1 pkt
		Deklaracja celu – 1 pkt
2.	Raport o stabilności systemu finansowego	1 raz w roku - 1 pkt
		2 razy w roku - 1 pkt
3.	Stabilność finansowa jako odrębna zakładka na stronie internetowej	1 pkt
4.	Funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji (LOLR)	Informacje o funkcji LOLR - 1 pkt
		Zasady zastosowania funkcji LOLR - 1 pkt
		Zarządzanie kryzysowe - 1 pkt
		Komunikat prasowy w sytuacji zagrożenia - 1 pkt
5.	Przemówienia na temat stabilności finansowej	1 pkt

Źródło: P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Polityka informacyjna banków...*, op. cit., s. 34.

Miernik ten dotyczy niezwykle ważnego obszaru polityki pieniężnej, jednak – zgodnie zresztą z intencją autorek - obejmuje zaledwie pewien jej wycinek. Nie może zatem służyć do pomiaru przejrzystości polityki pieniężnej w szerszym ujęciu. Ewentualne wkomponowanie kwestii stabilności w taki miernik nastęrcza pewną trudność, bowiem wymagałoby rozstrzygnięcia – jak dotąd – wciąż dyskutowanej kwestii, czy przejrzystość w obszarze stabilności zawsze jest pożądana oraz w jakim stopniu (aby nie wywoływać ryzyka pokusy nadużycia). Choć oczywiście te same wątpliwości dotyczą także przejrzystości polityki pieniężnej jako takiej, to jednak w obszarach nieobejmujących kwestii stabilności kontrowersje wydają się być zdecydowanie mniejsze⁶⁵.

Wśród przedstawionych dotychczas propozycji mierników przejrzystości instytucjonalnej, zdecydowanie wyróżnia się najbardziej - jak dotąd - kompleksowy jej wskaźnik, stworzony przez P. Geraats i S. Eijffingera.

- Miernik autorstwa P. Geraats i S. Eijffingera⁶⁶ (zwany dalej: wskaźnikiem GE) traktuje przejrzystość polityki pieniężnej w sposób najbardziej wszechstronny.

Rozwija on koncepcję pięciu aspektów przejrzystości P. Geraats, przedstawionych w poprzednim punkcie niniejszego opracowania. Przypomnijmy, że są nimi: przejrzystość polityczna (dotycząca ogłaszania celu polityki pieniężnej i określenia relacji między władzą

⁶⁵ Dla przykładu: nikt nie kwestionuje konieczności publikowania np. numerycznie określonego celu polityki pieniężnej, podczas gdy nie ma takiej zgodności, co do zasadności natychmiastowej deklaracji danego banku centralnego o jego gotowości wystąpienia w roli pożyczkodawcy ostatniej instancji.

⁶⁶ S. Eijffinger, P. Geraats, *How Transparent are Central Banks?*, op. cit., 2002.

monetarną a parlamentem, a zwłaszcza wyraźnego oddzielenia ich ról i zakresu odpowiedzialności), ekonomiczna (odnosząca się do publikacji danych i modeli ekonomicznych tak, aby podmioty mogły samodzielnie – a nie tylko w oparciu o deklaracje banku centralnego – wyrobić sobie opinię na temat sytuacji makroekonomicznej i przez pryzmat owej opinii poddać ocenie słusność działań, podjętych przez władze monetarne), proceduralna (definiująca poziom jawności procedur decyzyjnych), prowadzonej polityki (zakładająca niezwłoczne ogłaszanie i uzasadnianie podjętych decyzji) i operacyjna (polegająca na kompleksowej ocenie skuteczności transmisji impulsów monetarnych, w tym stopnia realizacji celu wraz z analizą przyczyn ewentualnych odchyłeń od celu). Każdy z wydzielonych w ten sposób obszarów odpowiada innemu etapowi procesu decyzyjnego w polityce pieniężnej. Każdemu też przyporządkowano trzy szczegółowe wyznaczniki. Odpowiedzi nie są ważne (tabela 10).

Tabela 10. Wskaźnik przejrzystości S. Eijffingera i P. Geraats

Składowe przejrzystości	Wartość
1. Przejrzystość polityczna	
a) czy cele polityki pieniężnej są deklarowane w sposób formalny, z ustaleniem hierarchii w przypadku wielu celów?	nie – 0 wiele celów bez hierarchii – 0,5 cel lub wiele celów z ustaloną hierarchią – 1
b) czy cel jest kwantyfikowany?	nie – 0 tak – 1
c) czy są wyraźnie określone ramy instytucjonalne lub kontrakt między rządem a bankiem centralnym?	brak kontraktu/kontraktów z bankiem centralnym lub innych ram instytucjonalnych – 0 bank centralny bez niezależności w zakresie instrumentów lub kontraktu – 0,5 bank centralny z niezależnością w zakresie instrumentów lub istnienie kontraktu (nawet jeśli jest obwarowany ewentualną procedurą uchylecia) – 1
2. Przejrzystość ekonomiczna	
a) czy dane odnoszące się do polityki pieniężnej są publicznie dostępne (podaż pieniądza, inflacja, PKB, bezrobocie, wykorzystanie mocy produkcyjnych)?	kwartalne dane co najwyżej dwóch z pięciu zmiennych – 0 kwartalne dane 3 lub 4 zmiennych – 0,5 kwartalne dane wszystkich 5 zmiennych – 1
b) czy bank centralny upublicznia model/modele makroekonomiczny/e, który wykorzystuje do analiz polityki?	nie – 0 tak – 1
c) czy bank centralny regularnie publikuje własną prognozę makroekonomiczną (inflacji i PKB)?	brak liczbowej prognozy – 0 liczbowa prognoza rzadziej niż kwartalnie – 0,5 kwartalna prognoza liczbowa dla średniego okresu – z rocznym lub dwuletnim wyprzedzeniem - precyzująca założenia dot. stosowanych instrumentów (prognoza warunkowa lub bezwarunkowa) – 1
3. Przejrzystość proceduralna	

Składowe przejrzystości	Wartość
a) czy bank centralny upublicznia regułę polityki lub strategię, która opisuje ramy polityki pieniężnej?	nie – 0 tak – 1
b) czy bank centralny upublicznia relację z obrad (kierownictwa) w rozsądnym czasie?	nie, lub z dużym opóźnieniem (więcej niż 8 tygodni) – 0 tak, publikacja <i>minutes</i> (choć niekoniecznie z przypisaniem opinii poszczególnym członkom gremium) – 1
c) czy bank centralny ujawnia, w jaki sposób decyzje dotyczące głównego instrumentu lub celu zostały podjęte?	brak publikacji wyników głosowań lub z dużym opóźnieniem (więcej niż 8 tygodni) – 0 wyniki głosowania, ale nie imienne – 0,5 imienne wyniki głosowania – 1
4. Przejrzystość prowadzonej polityki	
a) czy decyzje dotyczące głównego instrumentu lub celu są bezzwłocznie ogłaszane?	nie, lub z opóźnieniem (dzień po zastosowaniu) – 0 tak, w dniu implementacji – 1
b) czy bank centralny dostarcza wyjaśnienia swoich decyzji?	nie – 0 tak, ale tylko w przypadku zmiany polityki lub gdy są one pobieżne – 0,5 tak, zawsze, z uwzględnieniem oceny przyszłości – 1
c) czy bank centralny upublicznia przyszłe nastawienie polityki po każdym spotkaniu kierownictwa lub – przynajmniej kwartalnie – wskazuje na najbardziej prawdopodobne działania, które podejmie w przyszłości?	nie – 0 tak – 1
5. Przejrzystość operacyjna	
a) czy bank centralny regularnie ocenia, w jakim stopniu został osiągnięty cel operacyjny polityki	nie, lub nieczęsto (mniej niż rocznie) – 0 tak, ale bez wyjaśnień dla istotnych odchyłeń od celu – 0,5 tak, uwzględniając wyjaśnienia ewentualnych odchyłeń od celu, bądź analizę (niemal) doskonałej kontroli nad nim – 1
b) czy bank centralny regularnie dostarcza informacji o szokach makroekonomicznych, które wpływają na proces transmisyjny?	tak, ale nieczęsto – 0 tak, ale tylko za pośrednictwem krótkoterminowych prognoz lub analiz bieżącej sytuacji makroekonomicznej – 0,5 tak, z uwzględnieniem przeszłych błędów prognozy (przynajmniej raz do roku) – 1
c) czy bank centralny regularnie dostarcza ocen skutków polityki z punktu widzenia celów makroekonomicznych?	nie, lub nieczęsto (rzadziej niż raz do roku) – 0 tak, pobieżnie – 0,5 tak, z wyraźną analizą wpływu polityki pieniężnej na osiągnięcie celów – 1.

Źródło: S. Eijffinger, P. M. Geraats, *How transparent are central banks?*, „European Journal of Political Economy” 2006, No. 22, s. 1-22.

Maksymalna wartość wskaźnika wynosi 15 punktów i oznacza najbardziej pożądaną poziom przejrzystości (a nie – niemożliwą do osiągnięcia - przejrzystość w sensie absolutnym).

Wskaźnik przejrzystości stworzony przez S. Eijffingera i P. Geraats dla wielu stał się inspiracją do dalszych badań. M. Jarmuzek, L. Orłowski i A. Radziwil⁶⁷ rozwinęli podstawowy miernik o kwestie istotne w kontekście strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w krajach będących nowymi członkami Unii Europejskiej, takich, jak np. czy cel inflacyjny jest jedynym celem, albo czy polityka kursu walutowego wymusza interwencję na rynku walutowym. Natomiast N. Dincer i B. Eichengreen⁶⁸ - jak już wspomniano w poprzednim podrozdziale - w oparciu o tenże wskaźnik GE przeprowadzili analizę 100 banków centralnych świata, funkcjonujących w gospodarkach o różnym stopniu rozwoju, w różnych uwarunkowaniach politycznych i realizujących różne strategie polityki pieniężnej. Jako najbardziej kompleksowy, wskaźnik GE został wybrany i przez autorkę niniejszej rozprawy jako narzędzie pomocne przy określaniu i oszacowaniu praktyk banków centralnych krajów Europy Środkowej w zakresie stosowanej przez nie polityki informacyjnej.

3.3.2. Mierniki przejrzystości behawioralnej

O ile pomiar przejrzystości w ujęciu instytucjonalnym nie wydaje się nastrożać problemów w procesie operacjonalizacji, o tyle próba skonstruowania wskaźnika, który mierzyłby poziom właściwego zrozumienia przez rynki działań i intencji banku centralnego, tj. przejrzystość w ujęciu behawioralnym, niewątpliwie jest już nieco bardziej skomplikowana.

Prób pomiaru przejrzystości behawioralnej dokonuje się najczęściej na dwa sposoby. Pierwszy z nich to badania ankietowe, przeprowadzane wśród wybranych podmiotów ekonomicznych. W Polsce informacje o oczekiwaniach inflacyjnych można uzyskać między innymi z ankiet prowadzonych przez Agencję Informacyjną Reutersa (badającą oczekiwania inflacyjne analityków banków), Instytut Badania Opinii i Rynku „Pentor” (kierujący ankietami do kierowników placówek banków komercyjnych i spółdzielczych z całej Polski), Główny Urząd Statystyczny (badający oczekiwania inflacyjne przedsiębiorców), czy DEMOSKOP (badający oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych)⁶⁹.

Drugą metodą jest badanie reakcji cen instrumentów finansowych na wybrane zdarzenie, które może przybrać formę na przykład testów zdarzeń, opartych na badaniu

⁶⁷ M. Jarmuzek, L. T. Orłowski, A. Radziwil, *Monetary Policy...*, op. cit., 2004.

⁶⁸ N. Dincer, B. Eichengreen, *Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects?*, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 13003, 2007.

⁶⁹ U. Ziarko-Siwek, *Efektywność...*, op. cit., 2005, s. 89.

istotności parametrów regresji liniowej. Przykładem podejścia behawioralnego jest metoda zaproponowana przez A. G. Haldane'a i V. Reada⁷⁰, lub K. N. Kuttnera⁷¹.

A. Haldane i V. Read rozwinęli teoretyczny model zaskoczeń polityki pieniężnej (obejmujący równanie mechanizmu transmisji impulsów monetarnych). Ma on na celu scharakteryzowanie i rozróżnienie prywatnych informacji banku centralnego dotyczących wskaźników makroekonomicznych oraz celów makroekonomicznych. Autorzy analizują wpływ prywatnych informacji na krzywą dochodowości, a następnie, wykorzystując krzywą dochodowości, przeprowadzają empiryczne estymacje, mające na celu oszacowanie tzw. efektu prywatnych informacji⁷². Procedura ta opiera się na obserwacji równoczesnych zmian oficjalnych stóp procentowych banku centralnego oraz rynkowych stóp procentowych. Zgodnie z założeniami modelu, w przypadku pełnej przejrzystości i stuprocentowej wiarygodności banku centralnego, dokonanie przezeń zmiany oficjalnych stóp procentowych nie powinno powodować znaczącej reakcji rynkowej krzywej dochodowości. Rynek, znając cele i funkcję reakcji banku centralnego, a także dysponując pełnym zestawem wiedzy o sytuacji makroekonomicznej (brak asymetrii informacji), powinien z wyprzedzeniem trafnie dyskutować przyszłe decyzje w zakresie polityki pieniężnej, a zatem ich ogłoszenie nie powinno wywoływać dostosowania stóp rynkowych. Jeżeli jednak tak się dzieje, to oznacza, że polityka pieniężna nie jest doskonale przejrzysta⁷³.

Oryginalny model ekonometryczny zaproponowany przez Haldane i Reada miał następującą postać⁷⁴:

$$\Delta_{t+j} i_{t+m+j} = \alpha_j + \beta_j(L) \Delta_{t+j} i_{t+m+j} + \gamma_j \Delta_t i_{t+m}^c + \delta_j D \Delta_t i_{t+m}^c + \varepsilon_{t+m+j},$$

gdzie:

$i_{t+j} i_{t+m+j}$ - oznacza bieżącą rynkową stopę forward dotyczącą depozytu o długości m miesięcy rozpoczynającego się w momencie $t+j$,

⁷⁰ A. G. Haldane, V. Read, *Monetary policy surprises and the yield curve*, Bank of England, Working Paper No. 106, 2000, s. 20.

⁷¹ K. N. Kuttner, *Monetary policy surprises and interest rates: evidence from the Fed funds futures market*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 99, 2000.

⁷² Badania Haldane'a i Reada przeprowadzone dla Anglii, Niemiec, Włoch i USA wykazały, że dla wszystkich państw dłuższy koniec krzywej dochodowości jest stabilny, co świadczy o wysokim stopniu przejrzystości i zakotwiczonych oczekiwaniach inflacyjnych. Analiza krótszego końca krzywej dochodowości ujawniła, że we Włoszech bank centralny wykorzystywał przewagę informacyjną i zaskoczenia, z powodu dużej niepewności, za: M. Kowalak, *Jakościowe aspekty polityki współczesnego banku centralnego*, „Bankowość Centralna od A do Z”, Bank i Kredyt nr 3, Narodowy Bank Polski, 2006, s. 25.

⁷³ M. Reluga (red.). *Dobre chęci to nie wszystko*, „Makroskop” nr 12/2005, 2005, s. 3.

<http://skarb.bzwbk.pl/11356>

⁷⁴ Ibidem, s. 3.

- ${}_t i_{t+m}^c$ - jest oficjalną stopą banku centralnego,
- Δ - reprezentuje pierwszą różnicę (dzienną zmianę) wartości zmiennych, natomiast
- $\beta_j(L)$ - jest operatorem opóźnień ($\beta_j(L) = \beta_{j1}L + \beta_{j2}L^2 + \beta_{j3}L^3 + \dots$, gdzie $\beta_{jn}L^n x_t = \beta_{jn}x_{t-n}$).

Zmienne endogeniczne zostały wprowadzone w celu wyeliminowania autokorelacji składnika reszt. D jest zmienną zero-jedynkową, wprowadzoną w celu wychwycenia zmiany strukturalnej w modelu (autorzy testowali, czy przejrzystość polityki pieniężnej uległa zmianie po wprowadzeniu strategii BCI). ε oznacza informacje będące w wyłącznym posiadaniu banku centralnego w momencie podejmowania przezeń decyzji dotyczących polityki pieniężnej⁷⁵. Dla wniosków płynących z interpretacji modelu kluczowe znaczenie mają parametry γ i δ . Pierwszy mierzy przeciętną zmianę rynkowych stóp forward w reakcji na ogłoszoną decyzję o zmianie oficjalnej stopy banku centralnego. W przypadku, gdyby stopy rynkowe antycypowały decyzje banku centralnego, wartość oszacowanego parametru powinna być bliska zeru. Wartość γ istotnie różna od zera wskazuje na stopę procentową banku centralnego jako determinantę poziomu stopy rynkowej w danym momencie. Wówczas można stwierdzić, że decyzje o zmianie stóp procentowych nie były przez rynek antycypowane, a więc politykę władz monetarnych nie można uznać za przejrzystą. Z kolei parametr δ mierzy ewentualne zmiany i ich kierunek w reakcji rynkowych stóp procentowych, w okresie wyróżnionym przez zmienną D .

Z kolei K. N. Kutner, wykorzystując stworzony przez siebie model, bada reakcje rynku finansowego na oczekiwane i nieoczekiwane zmiany stopy referencyjnej banku centralnego, przy czym miarą nieoczekiwanych zmian w poziomie stopy referencyjnej są zmiany instrumentów terminowych opartych na stopach krótkoterminowych⁷⁶.

Wśród badań przeprowadzonych przez rodzimych autorów, należy wymienić dokonania U. Ziarko-Siwiek. Autorka analizowała związek pomiędzy efektywnością informacyjną a przejrzystością, wykorzystując krótkoterminowe stopy procentowe i badając reakcje krótkiego odcinka krzywej dochodowości na opublikowanie informacji o zmianie oficjalnych stóp procentowych. Efektywność informacyjna rynku oznacza, że ceny odzwierciedlają wszystkie bieżące i oczekiwane informacje, a reakcję rynku może

⁷⁵ Można je interpretować jako znajomość danych makroekonomicznych przed ich opublikowaniem lub też specjalistyczną wiedzę banku centralnego dotyczącą mechanizmu transmisji impulsów monetarnych.

⁷⁶Więcej: U. Ziarko – Siwek, *Efektywność...*, op. cit., 2005, s. 104.

spowodować jedynie informacja nieoczekiwana. Jeśli zatem rynek zareaguje na informację dotyczącą zmiany oficjalnych stóp procentowych, to znaczy, że nie był w stanie przewidzieć decyzji banku centralnego, prowadzącego swoją politykę w sposób niewystarczająco zrozumiały i przejrzysty. Przejrzystość polityki pieniężnej poprawia efektywność informacyjną rynku, gdyż zmniejsza asymetrię informacji, a dostarczając rynkowi rzetelnych informacji, zbliża oczekiwania rynkowe do decyzji banku centralnego. Szybkość dostosowania się uczestników rynku do nowych informacji zależy od tego, czy dobrze je interpretują i właściwie rozumieją, o czym decyduje właśnie przejrzystość polityki pieniężnej⁷⁷.

Ponieważ w centrum zainteresowania autorki niniejszej rozprawy znajduje się pomiar przejrzystości instytucjonalnej, to jej właśnie – a nie przejrzystości behawioralnej – dotyczyć będą rozważania snute w następnych dwóch rozdziałach rozprawy.

⁷⁷ Ibidem.

Rozdział 4. Ocena przejrzystości polityki pieniężnej wybranych krajów uprzemysłowionych

Banki centralne Szwecji, Wielkiej Brytanii (historycznie najstarsze) i Nowej Zelandii to banki o ugruntowanej reputacji, które dokonały swoistego przełomu w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej, przyjmując w latach 90-tych jako jedne z pierwszych (wraz Bankiem Kanady) strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Stały się wzorem do naśladowania dla wielu innych banków centralnych i jako niekwestionowani liderzy przejrzystości¹ będą stanowiły punkt odniesienia dla analizy przejrzystości polityki pieniężnej Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii (E-5), tj. krajów Europy Środkowej, będących głównym przedmiotem niniejszej rozprawy.

4.1. Charakterystyka banków centralnych wybranych krajów uprzemysłowionych – liderów przejrzystości

Szwedzki Riksbank, Bank Anglii oraz Bank Rezerwy Nowej Zelandii - mimo nieco odmiennych rozwiązań instytucjonalnych - stosują tę samą strategię, wykorzystują podobny zestaw instrumentów i w efekcie osiągają podobne rezultaty w zakresie realizacji swojego ustawowego celu – tj. stabilizacji inflacji. Dla zarysowania szerszego kontekstu najpierw dokonano krótkiej charakterystyki wspomnianych banków centralnych, następnie zaś poddano analizie przejrzystość prowadzonej przez nie polityki pieniężnej, obliczoną zgodnie z metodologią, wyjaśnioną w punkcie 4.2.

4.1.1. Bank Szwecji – Sveriges Riksbank

Bank Szwecji (*Sveriges Riksbank*) został założony w 1668 r. na bazie wcześniej istniejącego banku handlowego, jako bank emisyjny odpowiadający za wprowadzenie i utrzymanie ładu pieniężnego w Królestwie Szwecji. Została wówczas wydana ordynacja bankowa oraz regulacje prawne określające funkcjonowanie Banku. Dziś podstawą prawną jego działania są przepisy Konstytucji Królestwa Szwecji oraz postanowienia Ustawy o Banku Szwecji z 1897 roku, które od czasu jej uchwalenia uległy kolejnym nowelizacjom².

¹ Co potwierdzają badania przeprowadzone przez np. Dincer i Eichengreena (N. Dincer, B. Eichengreen, *Central Bank Transparency...*, op. cit., 2007), czy Siklosa (P. L. Siklos, *Central Bank Transparency: Another Look*, CAMA Working Paper 23/2010, The Australian National University, August 2010).

² W. Baka, *Bankowość europejska*, PWN, Warszawa 2005, s. 189.

Podstawowym celem Banku Szwecji jest utrzymanie stabilności cen, wspieranie efektywności i bezpieczeństwa systemu płatniczego oraz zapewnienie odpowiedniej pozycji korony szwedzkiej w relacji do innych walut, co ma sprzyjać wzrostowi gospodarczemu i utrzymaniu ogólnej równowagi ekonomicznej³. Bank jest także odpowiedzialny za emitowanie banknotów i monet, prowadzenie działalności badawczej i analitycznej oraz opracowywanie danych statystycznych. Oficjalna strategia polityki pieniężnej jest zorientowana na realizację celu inflacyjnego, ustalonego na poziomie wskaźnika wzrostu cen o 2% (mierzonej wskaźnikiem cen konsumpcyjnych – CPI) średniorocznie, z dopuszczalnymi odchyleniami o +/- 1 punkt procentowy. Głównym instrumentem polityki pieniężnej Banku są operacje otwartego rynku, w tym stopa operacji zasilających system bankowy w płynność (repo)⁴. W polityce kursowej od listopada 1992 r. obowiązuje zasada płynnego kursu korony szwedzkiej, bez jakichkolwiek ograniczeń. Decyzje w sprawie systemu kursu walutowego podejmuje rząd, natomiast Bank Szwecji jest odpowiedzialny za jego praktyczne, operacyjne funkcjonowanie.

Zgodnie z Ustawą o Banku Szwecji wśród jego zadań znajduje się dbałość o bezpieczeństwo i efektywność systemu płatniczego. Oznacza to, że ryzyko związane z wydarzeniami na rynkach finansowych jest zawsze brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji dotyczących podstawowego instrumentu polityki pieniężnej, jakim jest wspomniana stopa repo. Podkreśla się jednak, że nad bezpieczeństwem systemu finansowego czuwa nie tylko Bank Szwecji, ale i Ministerstwo Finansów, Szwedzki Urząd Nadzoru Finansowego (*Finansinspektionen*) oraz Urząd do spraw Zadłużenia (*Swedish National Debt Office*), których skoordynowane działania mają zapobiec narastaniu nierównowag na rynku aktywów oraz nadmiernemu zadłużeniu. Polityka pieniężna uzupełnia i wspiera działania pozostałych instytucji na rzecz bezpieczeństwa finansowego Szwecji⁵.

Szwecja, będąc członkiem Unii Europejskiej od 1 czerwca 1998 r., wchodzi w skład Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Mimo wyrażenia woli przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej, nie została zakwalifikowana w poczet członków UGiW w pierwszym terminie (tj. z dniem 1 stycznia 1999 r.), gdyż nie sprostała jednemu z kryteriów zbieżności⁶. Choć w kolejnych latach kryteria zbieżności zostały przez Szwecję spełnione, to

³ Ibidem, s. 189

⁴ *Europejski System...*, op. cit., s. 49.

⁵ *Monetary Policy in Sweden*, Sveriges Riksbank, Stockholm 2010, s. 18.

⁶ Chodziło o kryterium stabilności kursu walutowego.

w referendum narodowym, które odbyło się w roku 2003, większość społeczeństwa szwedzkiego opowiedziała się przeciw przystąpieniu Szwecji do strefy euro⁷.

Od momentu utworzenia Europejskiego Banku Centralnego, tj. od 1 czerwca 1998 r., Bank Szwecji posiada udziały w kapitale EBC, które od 29 grudnia 2010 r. wynoszą 2,2582%, co odpowiada kwocie ponad 9 mln euro (9.112.389, 47 euro).

4.1.2. Bank Anglii – Bank of England

W związku z dominującą rolą Imperium Brytyjskiego w gospodarce światowej (od końca XVIII wieku po początek wieku XX) to właśnie Bank Anglii – mimo, iż założony 26 lat później niż Bank Szwecji, tj. w roku 1694 – w procesie historycznego rozwoju przejął funkcję pioniera bankowości emisyjnej, a następnie centralnej⁸. Czynniki historyczne zadecydowały o tym, że brytyjski system bankowy znacznie różni się od systemów bankowych występujących w innych państwach europejskich. Doniosła rola funta szterlinga oraz pozycja zajmowana od lat przez międzynarodowe centrum finansowe, jakim jest City of London, wpływały na rozwój funkcji i kierunki działalności Banku Anglii. Wpłynęły także na ukształtowanie się operacji walutowych w brytyjskich bankach komercyjnych oraz dużą liczbę banków zagranicznych ulokowanych na terenie Wielkiej Brytanii.

Podstawę prawną obecnego systemu bankowego w Wielkiej Brytanii stanowią: ustawa Prawo Bankowe z 1987 r. (*The Banking Act*) wraz z późniejszymi zmianami, regulacje normujące działalność bankową podmiotów niepodlegających przepisom Prawa bankowego zawarte w ustawie o towarzystwach budowlanych z 1986 r. (*Building Societies Act*) z późniejszymi zmianami, ustawa o Banku Anglii z 1998 r. (*The Bank of England Act*) oraz ustawa o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (*Financial Services and Markets Act*)⁹.

Najważniejsze funkcje Banku Anglii to:

- główna władza monetarna kraju,
- bank państwa (zarządzanie długiem państwa),
- nadzór nad stabilnością systemu finansowego kraju.

Z dniem 1 czerwca 2009 na mocy art. 2A ustawy *Bank of England Act*¹⁰, uzupełniającego zapisy ustawy *Banking Act*, Bank Anglii zyskał statutowy obowiązek przyczyniania się do ochrony i wzmocnienia systemu finansowego Wielkiej Brytanii. Jego

⁷ W. Baka, *Bankowość...*, op. cit., s. 189.

⁸ Ibidem, s. 189.

⁹ Ibidem, s. 192.

¹⁰ *Bank of England Act 1998*, Chapter 11, <http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/1998act.pdf> z dnia 30.10.2011 r.

działania w tym zakresie obejmują ocenę ryzyka, podejmowanie działań służących jego redukcji, wywiad rynkowy (*market intelligence*), nadzór nad systemem płatniczym, operacje bankowe i rynkowe, a także - w nadzwyczajnych okolicznościach - wypełnianie funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji¹¹. W strukturach Banku Anglii powołany został Komitet Stabilności Finansowej (*Financial Stability Committee – FSC*), zaś pomiędzy Ministerstwem Finansów i Gospodarki Wielkiej Brytanii (*HM Treasury*), Bankiem Anglii oraz instytucją odpowiedzialną za usługi finansowe - *Financial Services Authority (FSA)* istnieje porozumienie, zwane *Memorandum of Understanding*¹², które nakreśla odpowiedzialność poszczególnych instytucji we wspieraniu stabilności systemu finansowego.

Na płaszczyźnie polityki pieniężnej Bank Anglii, zobowiązany Ustawą o Banku Anglii:

- dba o stabilność cen,
- z uwzględnieniem tego celu, wspiera politykę gospodarczą rządu, w tym cele dotyczące wzrostu gospodarczego i zatrudnienia¹³.

Cel inflacyjny wyznaczany jest corocznie przez Ministra Finansów w ustawie budżetowej. Od grudnia 2003 r. cel inflacyjny został określony jako 12-miesięczny wzrost zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP) na poziomie 2% z dopuszczalnym pasmem odchyień +/-1 punkt procentowy. Wcześniej cel inflacyjny był określony za pomocą wskaźnika cen detalicznych skorygowanego o płatności z tytułu kredytów hipotecznych (RPIX) i wynosił 2,5%. Różnica w wysokości celu inflacyjnego wynika jedynie z różnic w metodologii wyznaczania wskaźników cen i nie spowodowała zmian w praktyce prowadzenia polityki pieniężnej. Zadaniem Komitetu Polityki Pieniężnej jest prowadzenie takiej polityki stóp procentowych, a zadaniem Banku Anglii jej efektywne wprowadzanie w życie, aby osiągnąć wyznaczony cel inflacyjny¹⁴. Należy podkreślić, że przechodząc na miernik inflacji oparty o wskaźnik cen konsumpcyjnych, Wielka Brytania dostosowała się do wymogów obowiązujących wszystkie kraje członkowskie Unii Europejskiej.

Główną stopą procentową, za pomocą której Bank Anglii wpływa na oprocentowanie środków na międzybankowym rynku pieniężnym, jest stopa dwutygodniowa operacji

¹¹ <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/index.htm> z dnia 30.10.2011 r.

¹² *Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority*, <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/mou.pdf> z dnia 30.10.2011 r.

¹³ *Bank of England Act 1998*, Ch 11, Part II, Sec 11.

¹⁴ *Europejski System Banków Centralnych...*, op. cit., s. 53.

warunkowego zakupu papierów wartościowych typu repo¹⁵. Bank Anglii nie prowadzi aktywnej polityki kursowej, a kurs funta szterlinga wyznaczany jest wyłącznie przez rynki walutowe¹⁶.

Bank Anglii posiada udziały w kapitale EBC, które od 29 grudnia 2010 r. wynoszą 14,5172%, co odpowiada kwocie ponad 58 mln euro (58.580.453, 63 euro).

4.1st3. Bank Rezerw Nowej Zelandii – Reserve Bank of New Zealand

Początki Banku Centralnego Nowej Zelandii – *The Reserve Bank of New Zealand* – sięgają kilku lat przed jego oficjalnym założeniem w 1934 r. Początkowo Nowa Zelandia nie posiadała banku centralnego, a do emitowania banknotów i monet uprawnione były główne banki handlowe. Jednak w latach dwudziestych ubiegłego wieku banki centralne zaczęły pełnić i inne role, istotne z punktu widzenia gospodarki ich krajów, jak zarządzanie kursem walutowym i rezerwami walutowymi. Stąd zrodził się pomysł, aby w Nowej Zelandii i Australii – należących do Brytyjskiej Wspólnoty Narodów - utworzyć krajowe banki centralne na wzór Banku Anglii. Mimo braku przychylności za strony rządu, rozpoczęto prace legislacyjne, których ukoronowaniem było uchwalenie w 1934 r. Ustawy o Banku Rezerw (*The Reserve Bank Act*), na mocy której rozpoczął funkcjonowanie Bank Centralny Nowej Zelandii.

Jego funkcje i zakres odpowiedzialności zmieniały się na przestrzeni lat, odzwierciedlając kierunek zmian w gospodarce, społeczeństwie i na niwie politycznej, co znalazło wyraz w wielokrotnej nowelizacji Ustawy, zwłaszcza w latach 1936, 1959, 1960, czy 1964. Wśród zadań, które Bank Centralny Nowej Zelandii miał w tym czasie do wypełnienia, znajdowało się bycie „bankierem rządu, zarządzanie rezerwami walutowymi i kursem walutowym, nadzór ostrożnościowy nad bankami oraz prowadzenie polityki pieniężnej w taki sposób, aby osiągnąć różnorodne cele, do których należało nie tylko utrzymanie stabilności cen, ale i wspieranie wzrostu gospodarczego, zatrudnienia czy osiągnięcie innych celów ogólnogospodarczych”¹⁷.

Rok 1989 okazał się przełomowy w dziejach Banku Rezerw Nowej Zelandii. Doświadczenia wywołane kryzysami naftowymi z lat 70-tych, wycofanie się Wielkiej Brytanii z roli głównego partnera handlowego, a przede wszystkim wysoka i uporczywa

¹⁵ Wobec niskiej skuteczności dotychczasowych instrumentów, w marcu 2005 r. Komitet Polityki Pieniężnej podjął decyzję o bezpośrednim zasilaniu systemu w płynność za pomocą tzw. *quantitative easing*.

¹⁶ *Europejski System Banków Centralnych...*, op. cit., s. 53.

¹⁷ *The History of The Reserve Bank of New Zealand*, RBNZ, Wellington 2009.
<http://www.rbnz.govt.nz/about/whoweare/3699740.pdf>

inflacja doprowadziły do uchwalenia nowej Ustawy o Banku Rezerw (*The Reserve Bank Act 1989*). Poza zwiększeniem niezależności banku centralnego, ustawa zobowiązała nowozelandzki bank centralny do przyjęcia wyłącznego celu stabilizacji cenowej. Ustawa przewiduje, że minister finansów oraz gubernator banku centralnego będą negocjować i podawać do publicznej wiadomości uzgodnienia w dziedzinie polityki pieniężnej, które wyznaczą wielkości docelowe, na osiągnięcie których skierowane zostaną działania polityki pieniężnej. Porozumienia definiują przewidywane wielkości inflacji oraz podają daty, w których założenia mają zostać spełnione. Niecodzienną cechą nowozelandzkiej ustawy jest obciążenie gubernatora banku centralnego osobistą odpowiedzialnością za skuteczną realizację polityki pieniężnej. Jeśli nie uda się osiągnąć wielkości ustalonych w porozumieniach w dziedzinie polityki pieniężnej, gubernator zostaje zdymisjonowany¹⁸.

Jako bank centralny Nowej Zelandii, Bank Rezerw Nowej Zelandii pełni rozliczne funkcje, które wspierają stabilność monetarną i finansową. Do obszarów jego działalności należą:

- polityka pieniężna (*Monetary Policy*) – podstawowym celem banku centralnego Nowej Zelandii jest prowadzenie polityki pieniężnej w taki sposób, aby osiągnąć i utrzymać stabilny poziom cen. Ustawa nie definiuje pojęcia stabilności cen. Cel inflacyjny ustalany jest na mocy uzgodnień między Gubernatorem Banku Centralnego a Ministrem Finansów, zawartych w Porozumieniu dotyczącym Celów Polityki Pieniężnej (*Policy Targets Agreement*). Cel liczbowy określa się tam jako wzrost inflacji (mierzonej wskaźnikiem cen konsumpcyjnych CPI), utrzymujący się w przedziale od 1 do 3% w średnim okresie, przy czym „średni okres” – choć niezdefiniowany - rozumiany jest jako przedział czasowy sięgający następnych trzech lat. Podstawowym instrumentem wykorzystywanym przez nowozelandzki Bank Centralny jest stopa procentowa i operacje otwartego rynku.
- operacje rynkowe (*Domestic Market Operations*) – operacje otwartego rynku służą realizacji zadań polityki pieniężnej oraz wspieraniu efektywnego funkcjonowania systemu finansowego,
- zarządzanie rezerwami walutowymi (*Foreign Reserves Management*),
- nadzór ostrożnościowy (*Prudential Supervision*) – sprzyja budowaniu bezpiecznego i efektywnego systemu finansowego,

¹⁸ F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 618-619.

- zarządzanie kryzysowe (*Crisis Management*) – Bank Centralny posiada uprawnienia do reagowania w sytuacjach kryzysowych, takie jak działania sanacyjne względem niewypłacalnego banku czy pełnienie funkcji pożyczkodawcy ostatecznej instancji,
- działalność emisyjna (*Currency*) – Bank centralny posiada wyłączność na emisję banknotów i monet oraz ponosi odpowiedzialność za zaopatrywanie gospodarki w pieniądź (jak i utrzymanie zaufania do rodzimej waluty, jaką jest dolar nowozelandzki),
- działalność depozytowo-rozliczeniowa (*Depository and Settlement Services*) – Bank organizuje rozliczenia pieniężne i aktywnie uczestniczy w systemie rozrachunków międzybankowych. Dbą także o bezpieczeństwo i efektywność systemów płatniczych.

Podsumowując, banki centralne krajów E-3 prowadzą politykę pieniężną w podobny sposób, opierając ją o ramy strategii BCI. Choć – jak wskazano w rozdziale pierwszym - istnieje wiele odmian i definicji tej strategii, przyjmuje się, że podstawowymi jej wyznacznikami są¹⁹:

- uznanie stabilności cen za priorytetowy cel polityki pieniężnej,
- publiczne ogłaszanie numerycznego celu,
- oparcie decyzji z zakresu polityki pieniężnej na całym szeregu danych makroekonomicznych, szczególnie dotyczących prognoz inflacji,
- przejrzystość
- odpowiedzialność.

Każdy z powyższych elementów znajduje odzwierciedlenie w działaniach banków centralnych krajów E-3, które – ciesząc się niezależnością - wykorzystują podobny zestaw instrumentów do realizacji niemal identycznego celu inflacyjnego oraz prowadzą szeroko zakrojoną politykę informacyjną w procesie kształtowania oczekiwań inflacyjnych i budowania swojej wiarygodności. Zestawienie cech polityki pieniężnej, prowadzonej przez banki centralne krajów E-3 przedstawia tabela 11.

Tabela 11. Charakterystyka strategii BCI w krajach E-3 (stan na 2012r.)

Kraje E-3		SZWECJA	WIELKA BRYTANIA	NOWA ZELANDIA
1.	Ramy strategii BCI			
1.1.	Władze monetarne	Bank Szwecji (<i>Sveriges Riksbank</i>)	Bank Anglii (BoE)	Bank Rezerw Nowej Zelandii (BRNZ)
1.2.	Cel polityki pieniężnej	Podstawowym celem działalności Banku Szwecji jest utrzymanie stabilnego poziomu cen	W myśl znolizowanej Ustawy o Banku Anglii (z 1998 r.) podstawowym celem	Ustawa o Banku Rezerw Nowej Zelandii z 1989 r. stwierdza, że podstawowym celem

¹⁹ G. Hammond, *State of the art of inflation targeting*, Handbook No. 29, Bank of England, 2012, s. 5.

Kraje E-3		SZWECJA	WIELKA BRYTANIA	NOWA ZELANDIA
		oraz zapewnienie zrównoważonego wzrostu gospodarczego i wysokiego poziomu zatrudnienia.	działalności Banku Anglii jest utrzymanie stabilnego poziomu cen oraz – jeśli nie stoi to w sprzeczności z realizacją celu podstawowego – wspieranie polityki gospodarczej rządu Jej Królewskiej Mości, szczególnie w zakresie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia, a także przyczynianie się do ochrony i wzmacniania systemu finansowego.	BRNZ jest zapewnienie stabilnego poziomu cen. Ustawa nakazuje Ministrowi Finansów i Gubernatorowi BRNZ podpisanie osobnego porozumienia w sprawie szczegółowych celów, niezbędnych dla osiągnięcia i utrzymania stabilności cen (<i>Policy Target Agreement - PTA</i>).
1.3.	Niezależność operacyjna	Tak	Tak	Tak
1.4.	Przyjęcie strategii BCI	Ogłoszona w styczniu 1993 r., wdrożona w 1995 r.	Październik 1992 r.	Grudzień 1989 r.
1.5.	Kto ustala liczbowy cel polityki pieniężnej?	Bank Szwecji	Rząd. Cel jest potwierdzany każdego roku przez Ministra Skarbu w corocznym oświadczeniu budżetowym.	Gubernator BRNZ i Minister Finansów
1.6.	Miernik inflacji	Roczna zmiana wartości CPI	12-miesięczny wzrost wartości CPI	CPI
1.7.	Cel liczbowy	Cel punktowy: 2%	Cel określany punktowo: 2% w skali roku	1% - 3% w średnim terminie. PTA nakłada na BRNZ osiągnięcie i innych celów (w miarę możliwości), aby uniknąć niepotrzebnie dużych wahań stóp procentowych i /lub produkcji.
1.8.	Horyzont czasowy dla ustalonego celu	Zazwyczaj dwuletni, ale może być wydłużony.	Przez cały czas	Średniookresowy
1.9.	Główna stopa procentowa	Stopa repo	Stopa repo	Official Cash Rate
2.	Proces decyzyjny			
2.1.	Ciało decyzyjne	Zarząd Wykonawczy Riksbanku, liczący 6 członków: Gubernatora (Przewodniczący) i pięciu Vice-Gubernatorów	Komitet Monetarny (<i>Monetary Policy Committee - MPC</i>), liczący 9 członków: Gubernator (Przewodniczący MPC), jego dwóch Zastępców, Główny Ekonomista BoE, Dyrektor Wykonawczy oraz czterech członków spoza Banku	Gubernator BRNZ samodzielnie podejmuje decyzje. Doradza mu specjalny zespół (<i>The Official Cash Rate Advisory Group-OCRAG</i>).
2.2.	Członkowie z zewnątrz	Nie	Czterech, którzy – zgodnie z obowiązującym prawem – wybierani wg kryteriów określających	Dwóch zewnętrznych doradców

Kraje E-3		SZWECJA	WIELKA BRYTANIA	NOWA ZELANDIA
			ich doświadczenie i wiedzę z dziedziny polityki pieniężnej.	
2.3.	Tryb powoływania członków Zarządu	Wszyscy członkowie Zarządu Wykonawczego są powoływani przez Radę Główną, o składzie której decyduje szwedzki Parlament. Kadencja członków Zarządu trwa 5 lub 6 lat i może zostać odnowiona.	Gubernator i jego zastępcy są powoływani przez Królową na wniosek rządu na pięcioletnią, odnawialną kadencję, Głównego Ekonomistę i Dyrektora Wykonawczego powołuje Gubernator po konsultacji z Ministrem Skarbu, a członkowie zewnętrzni powoływani są przez Ministra Skarbu na trzyletnią kadencję, która może być odnowiona tylko raz.	Gubernator i członkowie Zarządu są mianowani przez Ministra Finansów. Zarząd opiniuje wybór Gubernatora. Gubernator jest wybierany na pięcioletnią kadencję z możliwością jej odnowienia. Tryb powoływania członków OCRAG nie jest sprecyzowany. Doradców zewnętrznych powołuje się na 2 lata.
2.4.	Podejmowanie decyzji	Poprzez głosowanie. Głos rozstrzygający należy do Gubernatora	Poprzez głosowanie. Głos rozstrzygający – w przypadku braku większości - należy do Gubernatora. Każdy członek Komitetu, który głosował przeciw ustaleniu danej wartości głównej stopy procentowej jest proszony o podanie jej wysokości, którą on osobiście uważa za właściwą.	Decyzje podejmuje Gubernator
2.5.	Częstotliwość zebrań Rady	Sześć razy w roku.	Raz w miesiącu	Osiem razy w roku.
3. Modele i prognozy				
3.1.	Modele wykorzystywane przez Bank w procesie decyzyjnym	Cały zestaw mniejszych modeli, również duże modele strukturalne typu DSGE	Cały zestaw modeli, zarówno statystycznych, jak i teoretycznych. W 2011 r. wprowadzono nowy model DSGE, zwany COMPASS (<i>Central Organising Model for Projections Analysis and Scenario Simulation</i>).	Zestaw modeli (DSGE, RFM- <i>Reduced Form Model</i> , modele statystyczne, np. <i>Factor Augmented VARs</i> , i in.)
3.2.	Publikowane prognozy	Wykresy wachlarzowe prognoz PKB, CPI i stopy repo publikowane w <i>Raportach o inflacji</i> oraz <i>Monetary Policy Update</i> .	Wykresy wachlarzowe prognoz inflacji i PKB publikowane w kwartalnych <i>Raportach o inflacji</i> .	Prognozy PKB, inflacji i stóp procentowych są publikowane cztery razy w roku w oświadczeniach dot. polityki pieniężnej (<i>Monetary Policy Statements</i>)
3.3.	Założenia do prognoz stóp procentowych	Prognozy w oparciu o endogeniczne ścieżki stóp procentowych (od początku 2007 r.)	Prognozy warunkowane rynkowymi oczekiwaniami dotyczącymi stóp	Endogeniczne

Kraje E-3		SZWECJA	WIELKA BRYTANIA	NOWA ZELANDIA
			procentowych oraz stałymi stopami procentowymi.	
3.4.	Odpowiedzialni za przygotowanie prognoz	Zarząd Banku	Komitet Monetarny	MPC
4.	Odpowiedzialność (accountability)			
4.1.	List otwarty (<i>Open Letter</i>)	Nie	Tak. Jeśli inflacja odchyła się o 1 p. p. w górę lub w dół od celu, Gubernator zobowiązany jest wystosować list otwarty do Ministra Skarbu z wyjaśnieniem zaistniałej sytuacji i kroków, jakie wobec powyższego BoE zamierza podjąć.	Zarząd ma obowiązek określić, czy oświadczenia dotyczące polityki pieniężnej składane przez BRNZ są w zgodzie z obowiązkiem realizacji celu podstawowego oraz celami uzgodnionymi z Ministrem Finansów. Każdy <i>Monetary Policy Statement</i> musi zatem być zaopiniowany.
4.2.	Przesłuchania parlamentarne	Gubernator Riksbanku przedstawia Komisji ds. Finansów pisemne sprawozdanie dotyczące polityki pieniężnej przynajmniej dwa razy w roku.	Przesłuchania w Parlamencie odbywają się przynajmniej 3 razy w roku.	Tak. Co kwartał Gubernator i i inny przedstawiciel Banku odpowiadają na pytania parlamentarnej Komisji ds. Finansów (<i>Finance and expenditure select committee</i>).
5.	Komunikacja			
5.1.	Natychmiastowe ogłaszanie decyzji z zakresu polityki pieniężnej	Tak.	Tak, w postaci komunikatu prasowego.	Tak.
5.2.	Komunikat prasowy/konferencja prasowa po decyzji Zarządu	Komunikat prasowy publikowany dzień po posiedzeniu Zarządu Riksbanku	Komunikat prasowy ale bez konferencji prasowej.	Komunikat prasowy po każdej decyzji. Konferencja prasowa 4 razy w roku przy okazji publikacji <i>Monetary Policy Statements</i> .
5.3.	Publikacja <i>minutes</i>	Tak, 2 tygodnie po posiedzeniu Zarządu Banku	Tak, 2 tygodnie po posiedzeniu Zarządu Banku.	Nie
5.4.	Publikacja wyników głosowania	Tak	Tak, imienne wyniki głosowania są publikowane.	Nie dotyczy
5.5.	Raporty o inflacji	Raporty o polityce pieniężnej (<i>Monetary Policy Reports</i>) oraz <i>Monetary Policy Updates</i>	Tak, towarzyszy im konferencja prasowa.	<i>Monetary Policy Statements</i>
5.6.	Częstotliwość Raportów o inflacji	<i>Monetary Policy Reports</i> - 3 razy w roku, a między ich publikacjami pojawiają się <i>Monetary Policy Updates</i>	Cztery razy w roku.	4 razy w roku

Źródło: G. Hammond, *State of the art of inflation targeting*, Handbook No. 29, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 2012, s. 19-44.

4.2. Podstawy metodyczne badania przejrzystości

Przedmiotem badań opisanych w rozprawie jest oszacowanie poziomu przejrzystości polityki pieniężnej banków centralnych E-5 na tle banków centralnych wybranych krajów wysoko rozwiniętych. Poszukiwano odpowiedzi na pytanie, czy prawidłowości/tendencje zaobserwowane na świecie wśród banków centralnych państw uprzemysłowionych w badanym zakresie znajdują swoje odzwierciedlenie w funkcjonowaniu banków centralnych Europy Środkowej.

Wybór zakresu geograficznego rozważań wynikał z kilku powodów. Cztery z badanych krajów stały się członkami Unii Europejskiej 1 maja 2004 r.²⁰, wszystkie też albo aspirują do członkostwa w Eurosystemie, bądź już w nim są (Słowacja z dniem 1 stycznia 2009). Oznaczało to dla nich konieczność harmonizacji rozwiązań narodowych dotyczących polityki pieniężnej z koncepcjami obowiązującymi w Unii. W efekcie banki centralne tych państw prowadzą politykę pieniężną w podobny sposób: mają identyczny cel finalny i realizują go za pomocą podobnej strategii²¹, mając do dyspozycji podobne instrumentarium i sposoby jego wykorzystania (ramy operacyjne realizacji polityki pieniężnej). Dysponują one zatem jednakowym narzędziem reakcji na zmiany poziomu inflacji: są nim stopy procentowe banku centralnego²². Ponadto, kraje te są często ze sobą porównywane ze względu na dość jednorodny przebieg procesu transformacji, ich wzajemną konkurencję w zabieganiu o dopływ kapitału zagranicznego, wspomniane wspólne wejście do Unii Europejskiej, czekającą je wymianę walut narodowych na euro i podejmowane kroki w tym kierunku, czy choćby ze względu na fakt, że są to kraje położone blisko w sensie geograficznym.

Badaniem objęto lata 1998-2010²³. Początek badań przypada na czas, w którym trzy banki centralne z analizowanej grupy – tj. Narodowy Bank Polski, Narodowy Bank Czech i

²⁰ Wyjątek stanowi Rumunia, która weszła do struktur unijnych razem z Bułgarią 1 stycznia 2007 r.

²¹ Polska, Czechy, Słowacja i Rumunia realizują model strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, zaś Węgry łączą strategię celu inflacyjnego z kursem walutowym (eklektyczny model strategii polityki pieniężnej) (W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna nowych państw...*, op. cit., s. 240).

²² W Czechach podstawowa stopa to stopa *repo* 2W, określająca maksymalną rentowność absorbujących operacji otwartego rynku. W Polsce jest to stopa referencyjna (1W, wcześniej 2W i 1M), określająca minimalną rentowność takich operacji. W Rumunii – stopa procentowa odpowiadająca depozytowi w banku centralnym o terminie zapadalności 1W. Na Słowacji jest to stopa depozytowa określająca rentowność głównych operacji absorbujących (2W), a na Węgrzech jest to stopa bazowa, określająca oprocentowanie depozytu (2W).

²³ W jednym przypadku nie udało się zachować konsekwencji utrzymania przedziału czasowego badań: wejście Słowacji do Eurosystemu (1.01.2009) oznaczało przekazanie kompetencji dotyczących jej polityki pieniężnej Europejskiemu Bankowi Centralnemu, który stanowi osobny byt, nieobjęty tym badaniem. W przekonaniu autorki nie mogło to jednak zdecydować o wykluczeniu Słowacji z grupy badanych krajów ze względu na to, że 11 lat (czyli lata 1998-2008) to okres wystarczająco długi, aby była możliwa obserwacja tendencji dot. przejrzystości polityki pieniężnej NBS dla dokonania ich porównań z pozostałymi bankami opisanymi w niniejszej pracy. Ponadto, jak wynika z przeprowadzonych badań, żaden z pozostałych banków centralnych krajów E-5 nie zmienił poziomu przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej w ciągu ostatnich 3, a nawet i 4 lat objętych badaniem.

Narodowy Bank Słowacji – jako pierwsze przyjął strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)²⁴, u której podstaw leży prowadzenie polityki pieniężnej w sposób przejrzysty i zrozumiały. Koncepcja przejrzystości zrewolucjonizowała dotychczasowe wyobrażenia o komunikacji banków centralnych z rynkiem, które wraz z przyjęciem strategii BCI zaczęły systematycznie poprawiać przejrzystość swojej polityki pieniężnej²⁵.

Okres objęty badaniem był czasem niezwykle istotnych przemian, dotyczących instytucjonalnych uwarunkowań, w jakich prowadzona była polityka pieniężna w krajach E-5. Wszystkie banki centralne tych krajów przeszły trudny okres walki z inflacją, jak i – wcale nie łatwiejszy – okres jej stabilizowania²⁶. Jak wspomniano wyżej, aspirując do członkostwa w Unii Europejskiej, kraje te podjęły trud dostosowań swoich rozwiązań narodowych do regulacji unijnych, uwiecznony wejściem do struktur UE. W 2002 r. większość z nich²⁷ zdołała już dostosować instrumentarium polityki pieniężnej do standardów Eurosystemu. Narzędzia ich polityki monetarnej od tego czasu są podobne i nie podlegają znacznym zmianom, zaś polityka pieniężna również jest podporządkowana realizacji tego samego celu finalnego.

W procesie badawczym poszukiwano odpowiedzi na pytanie:

Jakie są przyczyny zróżnicowania przejrzystości polityki pieniężnej wybranych banków centralnych Europy Środkowej?

Próbowano wskazać, jak zmienia się przejrzystość wraz z upływem czasu. Ważne było znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy takie same tendencje dotyczą wszystkich analizowanych banków oraz jak kształtują się wartości indeksu przejrzystości polityki

²⁴ W 1998 r. Słowacja przyjęła domyślną strategię BCI, rezerwując sobie możliwość interwencji walutowych w celu ograniczenia nadmiernych wahań kursu. Strategię BCI NBS zaczął stosować *explicite* od początku 2005 r. W tym samym roku tę samą strategię zaczęły stosować pozostałe dwa z pięciu badanych krajów, tj. Węgry i Rumunia (od sierpnia 2005 r.).

²⁵ Tendencja ta nie wydaje się być zresztą zarezerwowana jedynie dla banków stosujących strategię BCI. Badania wskazują na wzrost przejrzystości niemal wszystkich analizowanych banków centralnych na świecie bez względu na stosowaną przez nie strategię polityki pieniężnej (patrz: Rozdział III rozprawy oraz: P. M. Geraats, *Trends in Monetary Policy Transparency*, CESIFO Working Paper No. 2584, March 2009; N. Dincer, B. Eichengreen, *Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates*, Working Paper 14791, NBER, March 2009).

²⁶ Lata 2003-2010 to okres, w którym Narodowy Bank Polski prowadził politykę pieniężną w oparciu o ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5%, a więc w sposób analogiczny do stosowanego przez wiele banków centralnych krajów rozwiniętych. Stanowi on niejako odrębny rozdział w historii polskiej polityki pieniężnej, różniący się jakościowo od działań prowadzonych w latach 1999-2002, nakierowanych przede wszystkim na zwalczanie wysokiej inflacji. Podobne wnioski dotyczą pozostałych krajów Europy Środkowej objętych badaniem.

²⁷ Rumunia złożyła wniosek o przyjęcie do Wspólnoty w 1995 (razem z Bułgarią). Negocjacje rozpoczęto w lutym 2000 r., a zakończono w grudniu 2004 r. Traktat Akcesyjny został podpisany w kwietniu 2005 r., a we wrześniu 2006 r. Komisja Europejska uznała, że Rumunia jest gotowa do członkostwa, formułując przy tym zastrzeżenia, co do pewnych obszarów polityki gospodarczej i życia społecznego (W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna Bułgarii i Rumunii w kontekście członkostwa w UE w: Studia z bankowości centralnej*, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), Difin, Warszawa 2009, s. 238.)

pieniężnej banków centralnych Europy Środkowej na tle przejrzystości banków centralnych Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii, stanowiących niejako grupę kontrolną (lub benchmark).

W celu rozwiązania problemu badawczego najpierw dokonano pomiaru przejrzystości polityki prowadzonej przez banki centralne Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii. Opis otrzymanych wyników zawiera rozdział IV. Następnie zaś, wykorzystując to samo narzędzie, zmierzono przejrzystość banków centralnych Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii. Rezultaty badań dotyczących krajów E-5 stanowią z kolei główny wątek rozważań prowadzonych w rozdziale V. Do pomiaru wykorzystano indeks przejrzystości instytucjonalnej, stworzony przez P. Geraats i S. Eijffingera²⁸ (wskaźnik GE), którego opis zawiera rozdział III niniejszej rozprawy (por. tabela 9). Rozwija on koncepcję pięciu aspektów przejrzystości, dokonując jej podziału na przejrzystość polityczną, ekonomiczną, proceduralną, prowadzonej polityki i operacyjną.

Jak wynika z tabeli 9, wskaźnik GE przyjmuje wartości od 0 do 15 punktów, tj. maksymalnie po 3 punkty za każdy z pięciu wymienionych obszarów przejrzystości. Z kolei każdemu z trzech pytań, dotyczących danej kategorii przejrzystości, przyporządkowane są co najmniej dwie odpowiedzi: sześciu pytaniom przyporządkowane są dwie możliwe odpowiedzi, zaś dziewięciu pozostałym – trzy, co daje w sumie 39 możliwych odpowiedzi na pytania zawarte we wskaźniku.

Omawiając indeks GE, należy wyraźnie podkreślić, że jest to narzędzie badające pewien wycinek rzeczywistości, a nie przejrzystość w sensie absolutnym. Jest to istotne z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, maksymalna wartość wskaźnika – przejrzystość na poziomie 15 punktów – nie oznacza przejrzystości idealnej. Przejrzystość doskonała nie istnieje w praktyce. Można ją sobie jedynie wyobrazić w kategoriach pojęcia czysto abstrakcyjnego, jako całkowity brak asymetrii informacji pomiędzy bankiem centralnym a otoczeniem gospodarczym. Wprowadzenie jej w życie byłoby nie tylko niezwykle trudne, ale i niekoniecznie pożądane, co wyjaśniono w rozdziale 2. Po drugie zaś, co wynika z powyższego, banki centralne w ostatnich latach podejmują się wielu działań, które *de facto* zwiększają skuteczność komunikacji między bankiem centralnym a otoczeniem gospodarczym, a których wskaźnik GE nie obejmuje. Należą do nich na przykład wszelkie działania o charakterze informacyjno-edukacyjnym²⁹.

²⁸ S. Eijffinger, P. Geraats, *How Transparent are Central Banks?*, op. cit., 2002.

²⁹ Wątek ten omawiany jest szerzej we wnioskach.

Wyniki badań, stanowiące podstawę analizy przejrzystości polityki pieniężnej, otrzymano dzięki analizie danych i informacji udostępnianych otoczeniu gospodarczemu przez banki centralne. Są to tylko te publikacje, do których bez zwracania się do banku centralnego z prośbą ma dostęp każdy podmiot zewnętrzny. To stanowi bowiem o przejrzystości polityki pieniężnej. Wyniki otrzymano głównie na podstawie analizy informacji publikowanych przez banki centralne w różnych dokumentach, zamieszczonych na ich stronach internetowych w wersji anglojęzycznej³⁰. Należą do nich: raporty roczne, raporty o inflacji, materiały i publikacje NBC, NBP, NBS, NBW i NBR, szwedzkiego Riksbanku oraz Banku Anglii i Banku Centralnego Nowej Zelandii, a także materiały EBC, publikacje SSRN, IMF i BIS.

Dalsza część niniejszego rozdziału zawiera opis wyników badań nad przejrzystością polityki pieniężnej krajów stanowiących swego rodzaju „grupę kontrolną”, tj. Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii (E-3). Natomiast opis wyników uzyskanych w procesie badania przejrzystości krajów E-5 znajduje się w ostatnim, piątym rozdziale rozprawy.

4.3. Przejrzystość polityki pieniężnej w wybranych krajach uprzemysłowionych – analiza porównawcza wyników

Wyniki przeprowadzonych badań potwierdzają wysoki stopień przejrzystości polityki pieniężnej Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii w analizowanym okresie.

4.3.1. Przejrzystość polityczna

Na przejrzystość polityczną - według miernika GE – składają się formalno-prawne aspekty funkcjonowania banku centralnego (związane z istnieniem umów lub ustaw regulujących cele banku centralnego oraz jego związki z rządem, parlamentem itp.). Wyniki badań wskazują, że BRNZ i Bank Anglii przez cały okres objęty badaniem charakteryzowały się maksymalną przejrzystością polityczną, podczas gdy przejrzystość Banku Szwecji w tym zakresie – mimo wzrostu jeszcze w 1999 r. o 0,5 punktu - nie uzyskała swojej maksymalnej wartości 3 punktów (tabela 12 i wykres 1). Oznacza to, że wszystkie trzy banki mają wyraźnie określone w zapisach ustawy ramy instytucjonalne, które zapewniają im niezależność (przede wszystkim operacyjną). Wszystkie też liczbowo definiują cel prowadzonej polityki pieniężnej. Jedynym powodem, dla którego Bank Szwecji nie uzyskał maksymalnej ilości punktów za przejrzystość polityczną jest fakt, iż w odróżnieniu od pozostałych dwóch

³⁰ Mówiąc o wyborze wersji językowej publikowanych dokumentów należy oczywiście mieć na myśli banki centralne krajów E-5 oraz Szwecji, w których język angielski nie jest językiem urzędowym.

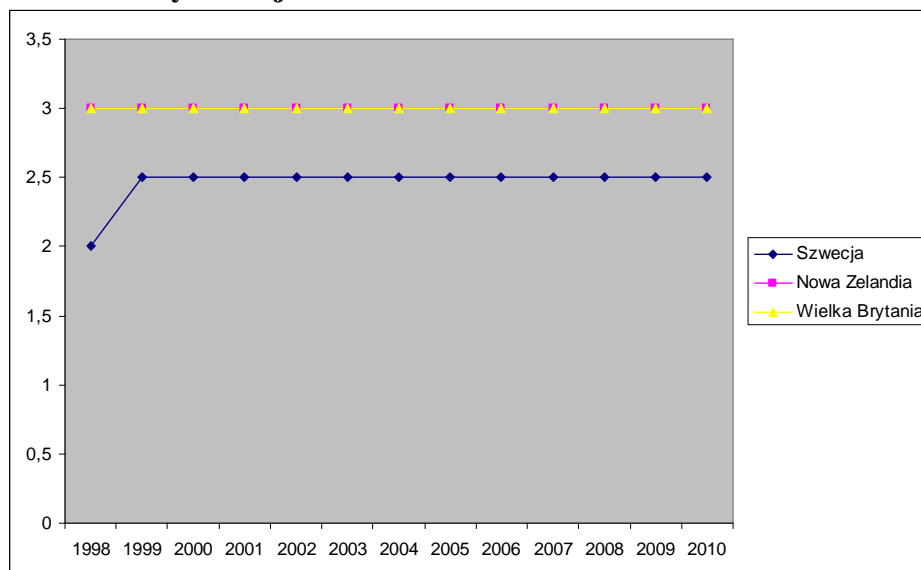
banków centralnych, nie precyzuje on w sposób równie jednoznaczny co one, który cel uważa za absolutnie nadrzędny³¹. RBNZ oraz Bank Anglii wyraźnie podkreślają, że najważniejszym celem ich polityki pieniężnej jest utrzymanie stabilności cen.

Tabela 12. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010

Kraj	1998	2010	Zmiana w pkt
Szwecja	2	2,5	+ 0,5
Nowa Zelandia	3	3	0
Wielka Brytania	3	3	0

Źródło: opracowanie własne

Wykres 1. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 – 2010



Źródło: opracowanie własne

4.3.2. Przejrzystość ekonomiczna

Na przejrzystość ekonomiczną składają się publikacje wszelkich danych, modeli i prognoz, na których bank centralny opiera swoje decyzje. Z badań wynika, że wszystkie trzy banki centralne dołożyły starań, aby ją zwiększyć do maksymalnej wartości, co ostatecznie nastąpiło w 2002 r. (wykres 2, tabela 13). Bank Szwecji od początku okresu badawczego podawał do publicznej wiadomości własne prognozy makroekonomiczne (inflacji i PKB), zaś już od 2000 r. zaczął publikować pełen zakres danych makroekonomicznych, tj. podaż

³¹ Sformułowanie *in addition to that* (tj. „ponadto”) użyte w Ustawie (*Sveriges Riksbank Act*, Chapter 1, art.2) zostało uznane za mniej jednoznaczne niż wyraźne podkreślenie przez np. Bank Anglii wyższości stabilności cen nad wspieraniem wzrostu gospodarczego za pomocą sformułowania *subject to that* („podlegający”, „podległy”, „uzależniony od”).

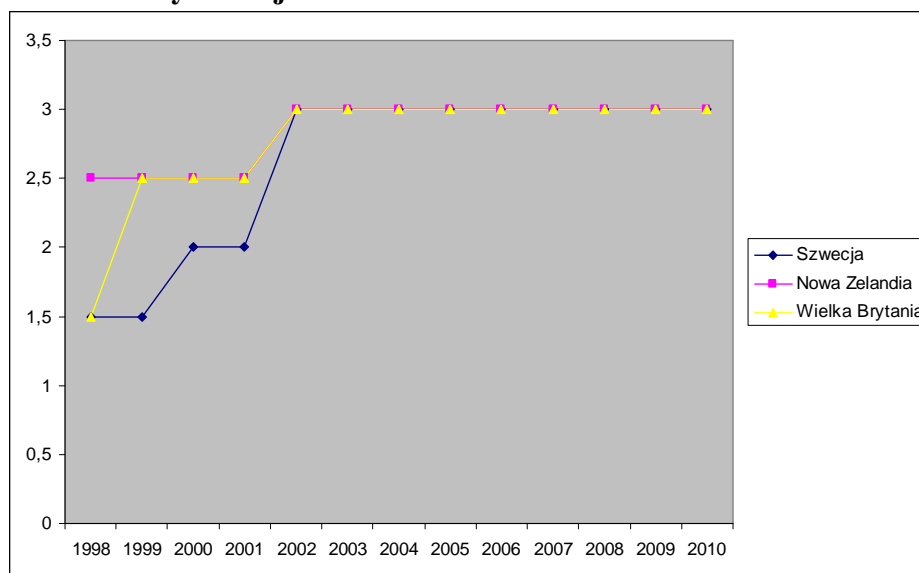
pieniądza, dane dotyczące inflacji, PKB, poziomu bezrobocia i wykorzystania mocy produkcyjnych. Najdłużej – gdyż do 2002 roku zwlekał z publikacją modelu ekonomicznego. Bank Anglii natomiast w 2002 r. uzupełnił publikację danych makroekonomicznych o wykorzystanie mocy produkcyjnych, co – wraz z publikacją prognoz od początku badanego okresu oraz wykorzystywanego modelu makroekonomicznego od roku 1999 – umożliwiło mu osiągnięcie pełnej przejrzystości ekonomicznej (wg standardów GE). Bank Rezerw Nowej Zelandii od początku badanego okresu cechowała wysoka przejrzystość ekonomiczna (maksymalna punktacja za modele i prognozy), dodatkowo zwiększona do w 2002 r. publikacją wszystkich pięciu kategorii danych makroekonomicznych.

Tabela 13. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010

Kraj	1998	2010	Zmiana w pkt
Szwecja	1,5	3	+1,5
Nowa Zelandia	2,5	3	+0,5
Wielka Brytania	1,5	3	+1,5

Źródło: opracowanie własne

Wykres 2. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 – 2010



Źródło: opracowanie własne

4.3.3. Przejrzystość proceduralna

Przejrzystość proceduralna dotyczy jawności w zakresie procedur rządzących procesem decyzyjnym w polityce pieniężnej. W całym badanym okresie BRNZ i Bank Anglii charakteryzowały się najwyższą możliwą (wg wskaźnika GE) przejrzystością proceduralną

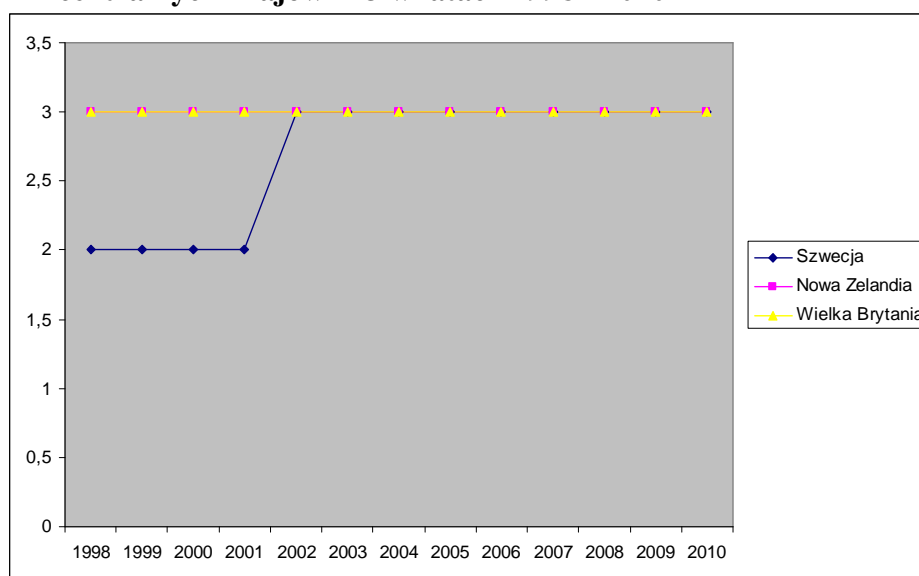
(tabela 14 i wykres 3). Maksymalna przejrzystość proceduralna oznacza, że banki te dbają o to, aby podmioty znały stosowaną przez nie strategię polityki pieniężnej (tu: strategię BCI) oraz podają do publicznej wiadomości zapis dyskusji z obrad kierownictwa wraz z imiennymi wynikami głosowania, wskazując na sposób podjęcia decyzji przez poszczególnych członków gremium³². Bank Szwecji zdecydował się na publikację imiennych wyników głosowania dopiero od 2002 r., co pozwoliło mu zwiększyć swoją przejrzystość w tym zakresie o 1 punkt i „dogonić” pozostałe dwa banki.

Tabela 14. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010

Kraj	1998	2010	Zmiana w pkt
Szwecja	2	3	+1
Nowa Zelandia	3	3	0
Wielka Brytania	3	3	0

Źródło: opracowanie własne

Wykres 3. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 - 2010



Źródło: opracowanie własne

4.3.4. Przejrzystość prowadzonej polityki

Przejrzystość prowadzonej polityki dotyczy usuwania asymetrii informacji między władzą monetarną a podmiotami gospodarczymi na temat sposobu prowadzenia polityki

³² Wyjaśnić tu należy pewną nieścisłość dotyczącą BRNZ: otóż bank ten *de facto* nie publikuje imiennych wyników głosowania czy zapisów dyskusji władz monetarnych, a to z tego prostego powodu, że – co zdaje się stanowić ewenement w skali światowej – wszelkie decyzje dotyczące polityki pieniężnej podejmuje i uzasadnia Gubernator BRNZ, ponosząc za nie osobistą odpowiedzialność. Nie można zatem zarzucić centralnemu bankowi Nowej Zelandii braku przejrzystości w tym zakresie.

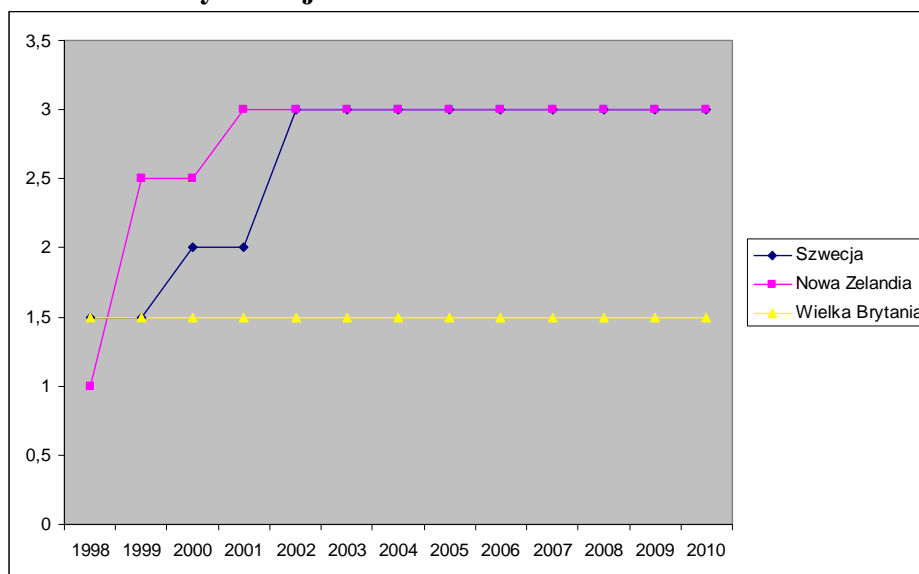
pieniężnej. Na początku badanego okresu bank centralny Nowej Zelandii cechowała najniższa wśród analizowanych banków centralnych przejrzystość prowadzonej polityki, kształtująca się na poziomie 1 pkt wg indeksu GE. Punkt ten został przyznany za bezzwłoczne (tj. w dniu wdrożenia) ogłaszanie decyzji dotyczących głównego instrumentu. Pozostałe dwa banki centralne – choć niewiele bardziej przejrzyste w tym zakresie – przewyższały RBNZ o 0,5 pkt dzięki dodatkowej publikacji wyjaśnień podjętych decyzji, ale tylko w przypadku zmiany polityki. Korekta strategii informacyjnej, wprowadzona przez BRNZ w ciągu trzech pierwszych lat badanego okresu, a polegająca na publicznym ogłaszaniu przyszłego nastawienia władz monetarnych (od 1999 r.) oraz dostarczaniu pełnych (tj. z uwzględnieniem przewidywanych rezultatów działań) wyjaśnień podjętych decyzji (od 2001 r.), pozwoliła mu na osiągnięcie pełnej przejrzystości w tym zakresie (wg indeksu GE). Rok później (tj. w 2002 r.) dorównał mu w tym względzie szwedzki Riksbank, uzupełniając publikowane dane o prowadzonej polityce o przyszłe nastawienie władz monetarnych, podczas gdy Bank Anglii nie podjął żadnych działań w tym zakresie pozostając na poziomie 1,5 pkt przez cały okres badawczy. Oznacza to, że informacje dotyczące polityki prowadzonej przez Bank Anglii ograniczone są do ogłaszania podjętych decyzji, przy częściowym ich uzasadnianiu (tabela 15 i wykres 4).

Tabela 15. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010

Kraj	1998	2010	Zmiana w pkt
Szwecja	1,5	3	+1,5
Nowa Zelandia	1	3	+2
Wielka Brytania	1,5	1,5	0

Źródło: opracowanie własne

Wykres 4. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 – 2010



Źródło: opracowanie własne

4.3.5. Przejrzystość operacyjna

Przez przejrzystość operacyjną należy rozumieć zaznajamianie otoczenia gospodarczego z kompleksową oceną skutków prowadzonej przez władze monetarne polityki pieniężnej. Największy wzrost przejrzystości operacyjnej w badanym okresie ponownie przypadł w udziale bankowi centralnemu Nowej Zelandii (o 1,5 punktu), choć jedynie Bank Szwecji zdołał uzyskać maksymalną notę wg wskaźnika GE za swoją przejrzystość operacyjną, co miało miejsce w 2000 r. (tabela 16 i wykres 5). Zarówno Bank Szwecji, jak i Bank Anglii, wykorzystują stopę repo w roli podstawowego instrumentu polityki pieniężnej (przez co otrzymały po 1 punkcie za pierwszy aspekt przejrzystości operacyjnej). BRNZ regularnie ocenia kontrolę nad swoim celem operacyjnym (*Official Cash Rate*) od 1999 r. (otrzymując również 1 pkt). Ponadto, oprócz analizy sytuacji makroekonomicznej i upubliczniania krótkoterminowych prognoz dotyczących inflacji i produkcji (w kwartalnych *Raportach o Inflacji*), wszystkie trzy banki zamieszczają także analizę błędów owych prognoz: szwedzki Riksbank i Bank Anglii - od 2000 r., zaś RBNZ – dopiero od 2007 r., za co wszystkie otrzymały kolejny punkt. Tylko Bank Szwecji jednak zamieszcza pełną ocenę skutków prowadzonej polityki z uwzględnieniem roli polityki pieniężnej w osiągnięciu danych celów makroekonomicznych, czyniąc to od 2000 r., za co otrzymał 1 punkt. Pozostałe dwa banki centralne nie precyzują, w jaki sposób konkretne posunięcia w zakresie polityki pieniężnej przyczyniły się do uzyskania danych wyników makroekonomicznych, przez co

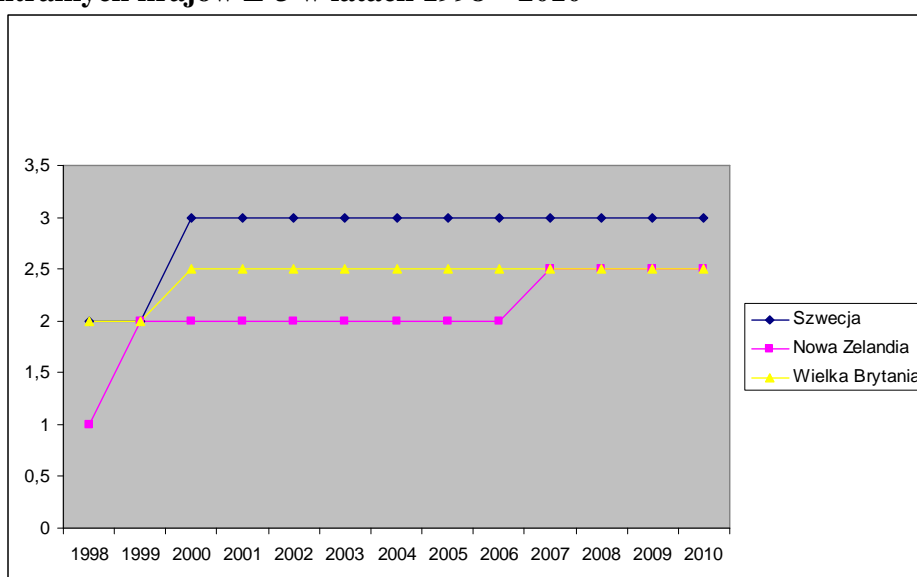
przez cały okres objęty badaniem ich przejrzystość operacyjna w tym aspekcie kształtowała się na poziomie 0,5 punktu.

Tabela 16. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010

Kraj	1998	2010	Zmiana w pkt
Szwecja	2	3	+1
Nowa Zelandia	1	2,5	+1,5
Wielka Brytania	2	2,5	+0,5

Źródło: opracowanie własne

Wykres 5. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 – 2010



Źródło: opracowanie własne

4.4. Wnioski

Wszystkie opisane w niniejszym rozdziale banki zdecydowały się na przyjęcie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w latach 90-tych ubiegłego wieku, co zapoczątkowało proces upowszechniania się tej strategii wśród innych banków centralnych na świecie. Warunkiem powodzenia i skuteczności strategii BCI jest prowadzenie polityki pieniężnej w sposób możliwie najbardziej jasny, przejrzysty i zrozumiały dla otoczenia gospodarczego. Wyniki przeprowadzonych badań wskazują, że wszystkie trzy banki centralne uznały za zasadne zwiększenie przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej, podejmując się trudu stopniowego usprawniania stosowanych strategii komunikacyjnych. Wszystkie też zasługują na miano liderów przejrzystości, osiągnąwszy bardzo wysokie noty wg

zastosowanego tu wskaźnika GE³³: na 15 możliwych punktów, dwa z nich (tj. banki centralne Szwecji i Nowej Zelandii) uzyskały po 14,5 punktu, zaś Bank Anglii – 13 punktów. Bank Szwecji dołożył największych starań w kierunku zwiększenia transparentności swoich działań – jego przejrzystość zwiększyła się w badanym okresie o 5 punktów (tabela 17 i wykres 6).

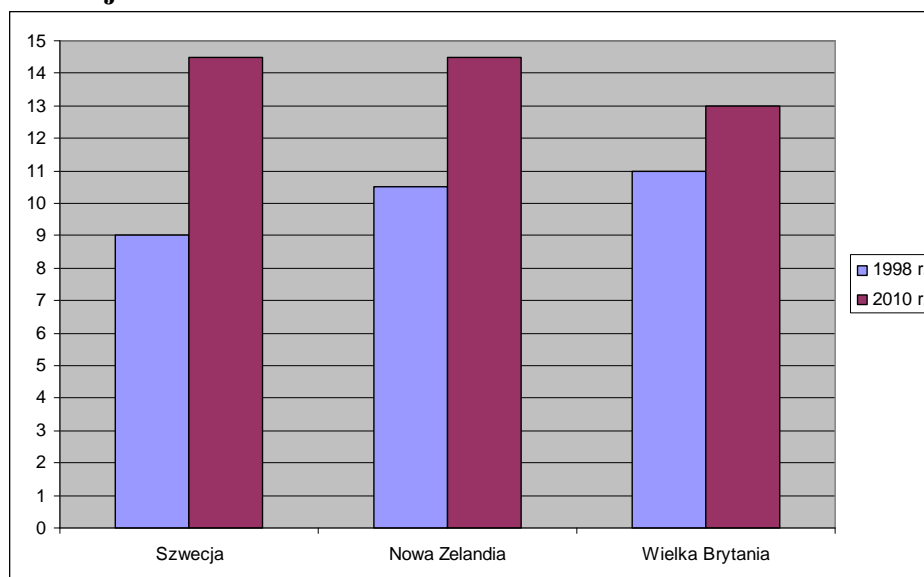
Tabela 17. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998 i 2010

Kraj	1998	2010	Zmiana w pkt	Zmiana w %
Szwecja	9	14,5	+5	+61,11%
Nowa Zelandia	10,5	14,5	+4	+38,09%
Wielka Brytania	11	13	+2	+18,18%

Źródło: opracowanie własne

Jak wynika z tabeli 17 i wykresu 6, Wielka Brytania zanotowała najmniejszy wzrost przejrzystości swojej polityki pieniężnej wśród analizowanych krajów. W roku 2010 Bank Anglii nie dorównywał też przejrzystości pozostałym dwóm bankom centralnym, głównie ze względu na brak pełnej otwartości w dwóch kategoriach przejrzystości: prowadzonej polityki oraz operacyjnej.

Wykres 6. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998 i 2010

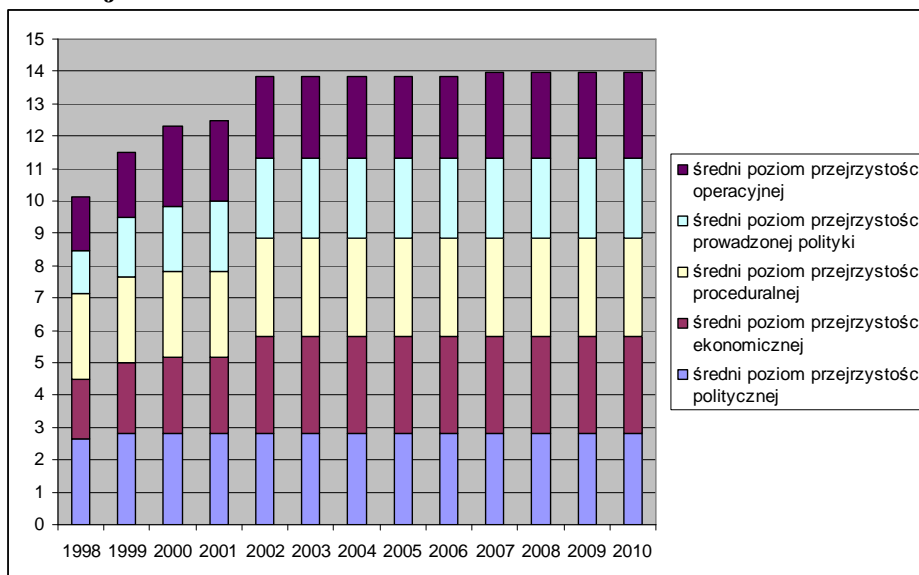


Źródło: opracowanie własne

³³ Dla porównania: w 2006 r. średnia przejrzystość 98 banków centralnych świata kształtowała się na poziomie 5,45 pkt (P. M. Geraats, *Trends in Monetary Policy Transparency*, CESIFO Working Paper No. 2584, 2009, s. 10).

W badanym okresie ani razu nie zanotowano zmniejszenia przejrzystości któregokolwiek aspektu polityki pieniężnej w analizowanych krajach – wykres 7.

Wykres 7. Kształtowanie się średniego poziomu przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998-2010



Źródło: opracowanie własne

Podsumowując, średni wzrost przejrzystości polityki pieniężnej banków centralnych Szwecji, Anglii i Nowej Zelandii wyniósł w badanym okresie blisko 40% (37,79%) (tabela 18). W wyniku starań podjętych przez wspomniane banki centralne w celu poprawy przejrzystości ich działań, wszystkie trzy uzyskały maksymalną (wg standardów GE) przejrzystość ekonomiczną i proceduralną, a dwa z nich – również maksymalną przejrzystość polityczną oraz prowadzonej polityki. Tylko Bank Szwecji zdołał wypracować maksymalną przejrzystość operacyjną.

Tabela 18. Średnia nieważona wartość wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998 i 2010

Rodzaje przejrzystości	Średnia wartość wskaźnika w 1998 r.	Średnia wartość wskaźnika w 2010 r.	Zmiana w punktach	Zmiana w %
Przejrzystość polityki pieniężnej w tym:	10,16	14	+3,84	37,79%
Przejrzystość polityczna	2,66	2,83	+0,17	6,39%
Przejrzystość ekonomiczna	1,83	3	+1,17	63,93%
Przejrzystość proceduralna	2,66	3	+0,34	12,78%
Przejrzystość prowadzonej polityki	1,33	2,5	+1,17	87,96%
Przejrzystość operacyjna	1,66	2,66	+1	60%

Źródło: opracowanie własne

Wszystkie analizowane banki uczyniły swoją politykę pieniężną bardziej transparentną w pierwszej połowie badanego okresu – po 2002 r. nie zaobserwowano znaczących zmian przejrzystości analizowanych banków centralnych.

Przeprowadzone badania potwierdzają zatem bardzo wysoki, wzorcowy wręcz poziom przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3³⁴, wskazując jednocześnie na potrzebę rozważenia ewentualnych usprawnień w zakresie *policy transparency* (prowadzonej polityki) przez Bank Anglii³⁵.

³⁴ Na potrzeby niniejszej pracy przyjęto następującą klasyfikację poziomu przejrzystości, mierzonej wskaźnikiem GE (zgodną ze stosowanymi przez innych autorów, np. wielokrotnie już tu cytowanymi Dincer i Eichengreenem): bardzo wysoka: 13 pkt -15 pkt, wysoka: 10 pkt – 12 pkt, średnia: 7 pkt – 9 pkt, niska: 4 pkt – 6 pkt, bardzo niska: 0 pkt – 3 pkt.

³⁵ Chodzi o publikację przyszłego nastawienia władz monetarnych oraz dostarczanie kompleksowych wyjaśnień podjętych decyzji.

Rozdział 5. Ocena przejrzystości polityki pieniężnej wybranych banków centralnych Europy Środkowej

Celem niniejszego rozdziału jest jakościowa analiza przejrzystości polityki pieniężnej wybranych krajów Europy Środkowej, tj. Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii (E-5). Punktem odniesienia dla analizy są przedstawione w rozdziale czwartym wyniki badania przejrzystości polityki pieniężnej krajów rozwiniętych: Szwecji, Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii. Podobnie jak w poprzednim rozdziale i tę część rozpoczyna krótka charakterystyka banków centralnych krajów E-5. Następnie zaprezentowano i zanalizowano wyniki badania przejrzystości prowadzonej przez nie polityki pieniężnej. Aby wyniki otrzymane w toku badania przejrzystości polityki pieniężnej obu grup państw (E-3 i E-5) były porównywalne, w obydwu przypadkach zastosowano tę samą metodologię badań. Jej opis zawiera punkt 4.2.

5.1. Ramy polityki pieniężnej banków centralnych Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii

W ostatnich latach banki centralne krajów Europy Środkowej musiały udźwignąć ciężar przemian, wywołanych oddziaływaniem na nie dwóch równoległych procesów. Z jednej strony transformacja systemowa w krajach byłego tzw. bloku wschodniego wymusiła konieczność stworzenia dwuszczeblowego systemu bankowego i odbudowania pozycji i roli banku centralnego w ich gospodarce rynkowej. Z drugiej zaś strony pogłębianie integracji w łonie Unii Europejskiej i wyrażona przez państwa środkowoeuropejskie już w pierwszej połowie lat 90-tych chęć wstąpienia w jej struktury wymagała od nich przystosowań w dziedzinie polityki pieniężnej na płaszczyźnie prawnej, instytucjonalno-organizacyjnej i operacyjnej¹. Niniejszy podrozdział zawiera krótką charakterystykę banków centralnych krajów E-5, opisując głównie ramy instytucjonalne, w jakich funkcjonują po okresie wspomnianych przemian.

5.1.1. Narodowy Bank Polski

Choć korzenie bankowości centralnej w Polsce sięgają przełomu XVIII i XIX w., to zadania Narodowego Banku Polskiego w jego obecnym kształcie nadała mu dopiero Ustawa

¹W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji przez inflację do integracji*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007, s. 9-10.

o Narodowym Banku Polskim i ustawa Prawo bankowe z 1997 r. (uznane za zgodne z regulacjami unijnymi) oraz nowelizacja ustawy Prawo bankowe z 2001 r.².

Oprócz ustawy o Narodowym Banku Polskim³ i ustawy Prawo bankowe⁴, zadania NBP od 1 maja 2004 r. określa także Traktat Ustanawiający Wspólnotę Europejską oraz Statut Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego.

Ustawa o Narodowym Banku Polskim (z 29 sierpnia 1997 r.) dopracowała pozycję NBP, określoną w Konstytucji RP (2 kwietnia 1997 r.). Za podstawowy cel działalności NBP uznano dbałość o utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP⁵.

NBP przysługuje wyłączne prawo emitowania znaków pieniężnych Rzeczypospolitej Polskiej.

Oprócz realizacji podstawowego celu do zadań NBP należy również⁶:

- organizowanie rozliczeń pieniężnych,
- prowadzenie gospodarki rezerwami dewizowymi,
- prowadzenie działalności dewizowej w granicach określonych ustawami,
- prowadzenie bankowej obsługi budżetu państwa,
- regulowanie płynności banków oraz ich refinansowanie,
- kształtowanie warunków niezbędnych dla rozwoju systemu bankowego,
- opracowywanie statystyki pieniężnej i bankowej, bilansu płatniczego oraz bilansu należności i zobowiązań zagranicznych państwa,
- wykonywanie innych zadań określonych ustawami.

Nowelizacja Ustawy o NBP z 2008 r.⁷ wskazała na konieczność podjęcia przez NBP działań na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego w ramach obowiązku kształtowania warunków niezbędnych dla jego rozwoju. Wzbogacenie zadań NBP o dbałość o bezpieczeństwo systemu finansowego wynikało z powołania w listopadzie 2008 r. Komitetu Stabilności Finansowej, którego celem jest zapewnienie efektywnej współpracy w zakresie wspierania i utrzymania stabilności krajowego systemu finansowego poprzez wymianę informacji, opinii i ocen sytuacji w systemie finansowym w kraju i za granicą oraz

² Więcej: *System bankowy w Polsce w latach dziewięćdziesiątych*, NBP, Warszawa 2001.

³ Dz.U. z 2005 r. Nr 1, poz. 2 z późn. zm.

⁴ Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665 z późn. zm.

⁵ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939, art. 3, pkt 1).

⁶ Ibidem, art. 3, pkt 2.

⁷ Art. 3.2 pkt 6 i 6a ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 o *Narodowym Banku Polskim* (stan prawny na dzień 30 grudnia 2010 r.).

koordynację działań w tym zakresie⁸. W ramach swoich kompetencji NBP dąży więc do lepszego rozpoznania zagrożeń stabilności systemu finansowego⁹, monitoruje je, informuje o nich, oraz, w razie materializacji ryzyka, przeciwdziała zagrożeniom. Funkcjonując w ramach ESBC, monitoruje i analizuje także zagrożenia stabilności europejskiego systemu finansowego. Ze względu na rosnącą współzależność między systemami finansowymi w Polsce oraz za granicą działania NBP muszą w coraz większym stopniu uwzględniać międzynarodowy wymiar stabilności systemu finansowego. NBP dba też o sprawne i bezpieczne funkcjonowanie systemów rozliczeń, w pełni zintegrowanych z europejskim systemem bankowym, co stanowi warunek stabilności całego systemu finansowego.

Ustawa o NBP z 1997 r. i przyjęta w tym samym roku ustawa Prawo bankowe wprowadziły także zmiany w organizacji nadzoru bankowego¹⁰. W strukturze organizacyjnej NBP do 31 grudnia 2007 r. znajdował się Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego (GINB), który realizował i koordynował decyzje oraz zadania wyznaczone przez Komisję Nadzoru Bankowego. Od 1 stycznia 2008 r. nadzór bankowy został przekazany nowo powołanej Komisji Nadzoru Finansowego, w której znalazł się Pion Nadzoru Bankowego. W ten sposób nadzór bankowy znalazł się całkowicie poza strukturami NBP¹¹.

Politykę pieniężną realizowaną przez NBP w latach objętych badaniem, tj. pomiędzy rokiem 1998 a 2010, można podzielić na dwa okresy. Są to:

- okres stopniowej dezinflacji (zapoczątkowany w roku 1993 i trwający do roku 2002, po okresie tłumienia hiperinflacji z lat 1990-1992) oraz
- okres stabilizacji inflacji (2003-2004), w którym NBP po raz pierwszy od dziesięcioleci prowadził politykę pieniężną zbliżoną - zarówno co do założeń, jak i charakteru - do polityki banków centralnych większości krajów rozwiniętych¹².

Zmiany instytucjonalne z 1997 r. (a więc rok przed okresem objętym, opisanymi w rozprawie, badaniami nad przejrzystością) dotyczące NBP zwiększyły jego niezależność, m.in. poprzez wprowadzenie zakazu finansowania deficytu budżetowego bezpośrednio w banku centralnym oraz poprzez oddanie władzy monetarnej w ręce kolegiального ciała, jakim jest Rada Polityki Pieniężnej. RPP pierwszej kadencji ogłosiła w czerwcu 1998 r. decyzję o

⁸ Art. 1 ust. 2 Ustawy o Komitecie Stabilności Finansowej z dnia 7 listopada 2008 r.

⁹ Obowiązek przekazywania do NBP danych niezbędnych do wykonywania zadań NBP wynikających z ustawy oraz uczestnictwa w ESBC, obejmuje również dane objęte ochroną na podstawie odrębnych ustaw, w tym informacje objęte tajemnicą bankową (art. 23, pkt 4 a Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o NBP, stan prawny na dzień 30 grudnia 2010).

¹⁰ C. Leszczyńska, *Zarys historii polskiej bankowości centralnej*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010, s. 74.

¹¹ Przy czym w skład komisji wchodzi prezes NBP lub jego przedstawiciel.

¹² M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2011, s. 15-16.

porzuceniu dotychczasowej strategii kontroli przyrostu podaży pieniądza¹³ na rzecz strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i wyznaczyła średniookresowy cel inflacyjny, zgodnie z którym w 2003 r. inflacja miała spaść poniżej 4%. Jednocześnie zapowiedziano upłynnienie kursu złotego. Podstawowym instrumentem stały się operacje otwartego rynku, służące utrzymaniu jednomiesięcznej stopy rynku pieniężnego (WIBOR1M) powyżej wyznaczonej przez NBP stopy referencyjnej¹⁴.

W roku 2002 okres dezinflacji w Polsce dobiegł końca, co skłoniło władze monetarne do modyfikacji strategii polityki pieniężnej tak, aby cel banku centralnego został sformułowany w sposób zbliżony do przyjętego w wielu gospodarkach rozwiniętych, charakteryzujących się niską i stabilną inflacją. W przyjętej w lutym 2003 r. *Strategii polityki pieniężnej po 2003 r.* Rada Polityki Pieniężnej zapowiedziała wprowadzenie od stycznia 2004 r. ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 punkt procentowy. W *Strategii* zapowiedziano też utrzymanie systemu płynnego kursu walutowego do momentu wstąpienia Polski do systemu ERM II oraz stopniowe korygowanie (w średnim okresie) inflacji od celu tak, aby ograniczyć zmienność realnej strefy gospodarki.

Ciągły cel inflacyjny wspierał zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, płynny kurs walutowy zapewniał spójność strategii, a deklaracja o stopniowym powrocie inflacji do celu świadczyła o przyjęciu w praktyce tzw. elastycznej wersji strategii BCI (*flexible inflation targeting*), w myśl której bank centralny obok realizacji celu inflacyjnego dąży także do stabilizowania luki popytowej¹⁵. Dzięki powyższym modyfikacjom strategia polityki pieniężnej zapowiedziana od 2004 r., a w rzeczywistości realizowana już od momentu jej opublikowania, tj. początku 2003 r.¹⁶ nosiła najistotniejsze cechy strategii banków centralnych o ugruntowanej reputacji w krajach wysokorozwiniętych.

Od 1 maja 2004 r. Narodowy Bank Polski należy do struktur Europejskiego Systemu Banków Centralnych, a jego udział w kapitale Europejskiego Banku Centralnego wynosi (od 29 grudnia 2010 r.) 4, 8954%, co stanowi 19, 75 mln euro (19.754.136, 66 euro).

¹³ Celem pośrednim rzeczywiście był przyrost podaży pieniądza, ale realizowany w ramach kroczącej dewaluacji złotego w stosunku do przyjętego koszyka walut z ograniczonymi wahaniami rzeczywistego kursu złotego w ramach dopuszczalnego pasma wahań (*Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, wrzesień 1998, s. 8; http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia_1999_2003.pdf)

¹⁴ M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka...*, op. cit., s. 25.

¹⁵ Ibidem, s. 29.

¹⁶ Opóźnienia w transmisji polityki pieniężnej szacowane były wówczas na co najmniej kilka kwartałów, z czego wynika, że decyzje podjęte na początku 2003 r. wywierały wpływ na procesy inflacyjne przede wszystkim w 2004 r., a więc w okresie realizacji nowego celu. Początek realizacji nowego celu przypadł zatem na okres szybkiej i głębokiej dezinflacji (M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka...*, op. cit., s. 29).

5.1.2. Narodowy Bank Czech

Narodowy Bank Czech został utworzony 17 grudnia 1992 r. na mocy Ustawy o Narodowym Banku Czech, która – powtarzając zapisy Konstytucji uchwalonej 17 stycznia 1992 r. – stwierdzała, że naczelnym zadaniem NBC jest zachowanie stabilności czeskiej waluty. Jednocześnie, o ile nie zagraża to celowi głównemu, bank centralny winien wspomagać politykę gospodarczą rządu, nastawioną na długofalowy wzrost. Do pozostałych zadań NBC należy¹⁷:

- ustalanie zasad i prowadzenie polityki pieniężnej,
- emisja banknotów i monet oraz regulowanie obiegu pieniądza,
- aktywny udział w systemie rozliczeń międzybankowych,
- nadzór nad systemem bankowym,
- realizacja obsługi bankowej rządu i jego instytucji, w tym budżetu państwa,
- inne zadania ujęte w ustawie o banku centralnym i innych ustawach, np. doradcze dla rządu w zakresie polityki pieniężnej i bankowości,
- w uzgodnieniu z rządem NBC ustala kurs walutowy korony czeskiej w stosunku do innych walut oraz tworzy rezerwy dewizowe państwa i zarządza nimi.

Art. 2 pkt 2c ustawy o Narodowym Banku Czech¹⁸ nakłada na czeski bank centralny obowiązek zarządzania obiegiem pieniężnym, administrowania płatnościami i rozliczeniami pomiędzy bankami, oddziałami banków zagranicznych oraz kasami oszczędnościowo-kredytowymi (*credit unions*), dbania o efektywność przeprowadzonych operacji, a także przyczyniania się do bezpieczeństwa i efektywności systemu płatniczego oraz jego rozwoju. Art. 2 pkt 2d czyni bank centralny dodatkowo odpowiedzialnym za nadzór nad podmiotami zawierającymi transakcje na rynku finansowym, analizę zmian zachodzących w systemie finansowym i przyczynianie się do stabilności systemu finansowego jako całości.

Wykonując funkcję regulacyjno-nadzorczą w odniesieniu do sektora bankowego, Narodowy Bank Czech udziela licencji na zakładanie banków i pozwoleń na prowadzenie działalności bankowej, wydaje przepisy ostrożnościowe oraz kontroluje ich przestrzeganie przez banki. Podejmuje także stosowne sankcje wobec banków nieprzestrzegających przepisów prawa oraz środki zaradcze, mające na celu niedopuszczenie do zachwiania stabilności systemu bankowego¹⁹.

¹⁷ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 100.

¹⁸ *Act No. 6/1993 Coll. on the Czech National Bank*, http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/legislation/acts/download/act_on_cnb.pdf

¹⁹ W. Baka, *Bankowość europejska...*, op. cit., s. 209.

Narodowy Bank Czech prowadzi politykę pieniężną w oparciu o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Cel inflacyjny ogłoszony w marcu 2007 r. dla okresu zaczynającego się w styczniu 2010 r. został określony liczbowo jako 2% (mierzony wskaźnikiem CPI) z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 punkt procentowy (wcześniej, tj. od roku 2006 realizowano trzyprocentowy cel inflacyjny).

Kluczową rolę w procesie wpływania NBC na stan płynności na rynku i poziom rynkowych, krótkoterminowych stóp procentowych odgrywają operacje otwartego rynku. NBC nie kontroluje bezpośrednio (urzędowo) żadnej stopy rynku międzybankowego. Aby stopy na terminy zbliżone do terminu podstawowych operacji otwartego rynku oscylowały wokół oficjalnej stopy *repo*, NBC monitoruje stopę dla międzybankowych lokat z terminem 1W. Nie wyznacza jednak poziomu referencyjnego dla żadnej z rynkowych stóp procentowych. Obserwując wahania stóp rynkowych, czeski bank centralny kieruje się własną oceną skali odchylenia poszczególnych stóp od poziomu pożądanego i interweniuje na rynku pieniężnym praktycznie codziennie²⁰.

Od 1 maja 2004 r. Narodowy Bank Czech należy do struktur Europejskiego Systemu Banków Centralnych, a jego udział w kapitale Europejskiego Banku Centralnego wynosi (od 29 grudnia 2010 r.) 1,4472%, co stanowi blisko 6 mln euro (5.839.806, 06 euro)

5.1.3. Narodowy Bank Słowacji

1 stycznia 2009 r. Narodowy Bank Słowacji (*Národná banka Slovenska* – NBS) stał się częścią Eurosystemu. Tym samym przekazał swoje kompetencje w zakresie polityki pieniężnej Europejskiemu Bankowi Centralnemu (EBC). Zakres czasowy badań, będących przedmiotem niniejszej rozprawy, obejmuje jednak także jedenastoletni okres, w którym to NBS był podmiotem odpowiedzialnym za prowadzenie polityki pieniężnej na terenie Słowacji. Dlatego najpierw został scharakteryzowany centralny bank Słowacji i polityka pieniężna, którą prowadził przed wstąpieniem do strefy euro, a następnie dokonane zostało odniesienie do jego miejsca i funkcji w Eurosystemie.

Narodowy Bank Słowacji został utworzony 1 stycznia 1993 r. na mocy ustawy o Narodowym Banku Słowacji z dnia 18 listopada 1992 r. Podstawowym celem Banku było utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu (np. w zakresie produkcji, czy walki z bezrobociem), pod warunkiem, że nie zagraża to realizacji celu podstawowego.

²⁰ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 337.

Oprócz kształtowania i realizacji polityki pieniężnej, do głównych zadań NBS należało²¹:

- emitowanie banknotów i monet oraz regulowanie obiegu pieniądza,
- zarządzanie systemem rozliczeń międzybankowych i aktywne w nim uczestnictwo,
- ustalanie – w uzgodnieniu z rządem – zasad kursu walutowego i zarządzanie rezerwami walutowymi,
- wykonywanie usług bankowych dla rządu i jego instytucji (w tym obsługa budżetu bez jego finansowania),
- sprawowanie nadzoru nad bezpieczeństwem i rozwojem systemu bankowego, poprzez formułowanie norm ostrożnościowych oraz kontrolę banków.

Przez większą część badanego okresu Narodowy Bank Słowacji realizował cele inflacyjne *implicite*, prowadząc strategię domyślnego celu inflacyjnego połączoną z zarządzaniem kursem płynnym²² (tzn. przeprowadzając interwencje walutowe w celu ograniczenia nadmiernych wahań kursu). Powodem, dla którego w tym czasie nie zdecydowano się jeszcze na wprowadzenie strategii BCI, był niezakończony proces deregulacji cen oraz zmiany w podatkach pośrednich²³.

Zmiana ustawy o Narodowym Banku Słowacji w 2001 r. pomogła dostosować jej zapisy do wymogów unijnych. Przede wszystkim zmieniono podstawowy cel polityki pieniężnej, którym była stabilność waluty, na stabilność poziomu cen. Od tego momentu NBS stał się całkowicie niezależny i obowiązywał go zakaz finansowania długu publicznego. Nowe regulacje weszły w życie po zmianie Konstytucji, obowiązującej od 1 lipca 2001 r.²⁴ W grudniu tego samego roku NBS złożył deklarację podjęcia stosownych kroków w celu możliwie najszybszego przyjęcia euro po wstąpieniu kraju do UE, co wiązało się z koniecznością dopełnienia warunków nominalnej konwergencji²⁵.

1 maja 2004 r. Narodowy Bank Słowacji stał się członkiem Europejskiego Systemu Banków Centralnych. W tym samym roku zobowiązano się do spełnienia kryteriów Maastricht do 2007 r. oraz przyjęcia euro w roku 2009 (*Program konwergencji dla Republiki Słowackiej na lata 2004-2010, Szczegółowa strategia przyjęcia euro przez Republikę*

²¹ Ibidem, s. 102.

²² Wprowadzenie kursu płynnego nastąpiło 1 października 1998 r.

²³ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 256.

²⁴ Ibidem, s. 259.

²⁵ Wymogi Traktatu z Maastricht obejmowały nie tylko spełnienie pięciu makroekonomicznych kryteriów zbieżności (deficytu budżetowego, długu publicznego, inflacji, stabilności kursu walutowego oraz poziomu długookresowej stopy procentowej), lecz także dostosowanie statutów narodowych banków centralnych do standardów unijnych.

Słowacji). Od 2005 r. NBS prowadził politykę pieniężną w oparciu o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, zaś kurs korony słowackiej został usztywniony względem euro w ramach ERMII od 28 listopada 2005 r. W grudniu 2008 r. NBS określił cel inflacyjny (inflacja rok do roku mierzona HICP) na poziomie 2%. Rok później, z dniem 1 stycznia 2009 r. wraz w przyjęciem euro, Narodowy Bank Słowacji stał się pełnoprawnym członkiem Eurosystemu, wspierającym Europejski Bank Centralny w realizacji jego głównego zadania, jakim jest ochrona siły nabywczej euro, a przez to utrzymanie stabilności cen w strefie euro. Strefa ta obejmuje 17 krajów Unii Europejskiej, które od 1999 r. wprowadziły wspólną walutę.

Funkcjonalna integracja narodowych banków centralnych państw członkowskich Unii Gospodarczej i Walutowej w strukturze Eurosystemu nie ogranicza ich instytucjonalnej, finansowej i administracyjnej autonomii w innych dziedzinach poza polityką pieniężną. Są one nadal uprawnione do wykonywania funkcji nieprzypisanych Eurosystemowi pod warunkiem, że funkcje te nie są sprzeczne z jego celami i zadaniami. Mogą na przykład nadal wykonywać usługi bankowe na rzecz instytucji państwowych (rządu i jego agend) czy sprawować nadzór nad instytucjami kredytowymi na terenie swoich państw²⁶.

Udział NBS w kapitale Europejskiego Banku Centralnego z tytułu członkostwa w Eurosystemie wynosi (od 29 grudnia 2010 r.) 0,6934%, co stanowi 51.501.030, 43 euro.

5.1.4. Narodowy Bank Węgier

W obecnym kształcie bank centralny Węgier kształtuje i realizuje politykę pieniężną w oparciu o regulacje Ustawy o Narodowym Banku Węgier, uchwalonej w roku 2001 (*Act LVIII of 2001 on the Magyar Nemzeti Bank*). W myśl Ustawy nadrzędnym celem NBW jest osiągnięcie i utrzymanie stabilności cen. Jednocześnie – o ile nie jest zagrożona realizacja celu głównego – bank centralny winien wspierać politykę gospodarczą rządu. Realizacja celu podstawowego powinna odbywać się poprzez wpływanie na podaż i popyt pieniądza, przy wykorzystaniu dostępnych Bankowi instrumentów polityki pieniężnej. Ustawa wzmocniła także niezależność operacyjną NBW i wprowadziła konieczność okresowej oceny działalności Banku i procesu jego zarządzania przez Państwowy Urząd Kontroli (*State Audit Office*).

Wśród pozostałych funkcji, do wypełniania których ustawowo zobowiązany jest Narodowy Bank Węgier, znajdują się²⁷:

- emitowanie banknotów i monet w walucie narodowej (funkcja „banku emisyjnego”),

²⁶ W. Baka, *Bankowość europejska...*, op. cit., s. 61.

²⁷ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 115.

- tworzenie i zarządzanie oficjalnymi rezerwami dewizowymi i rezerwami złota oraz realizacja polityki kursu walutowego poprzez dokonywanie transakcji walutowych,
- określanie zasad i norm rozliczeń pieniężnych w gospodarce oraz dbałość o bezpieczeństwo systemów płatniczych dla zapewnienia efektywności ich działania i sprawnego obiegu pieniądza,
- prowadzenie rachunków instytucji kredytowych i izb rozliczeniowych („bank banków”),
- wykonywanie usług bankowych na rzecz rządu i jego instytucji, w szczególności prowadzenie obsługi rachunku obligacji i innych rachunków budżetu państwa, wskazanych przez ministra finansów („bank państwa”),
- dbałość o stabilność systemu finansowego²⁸ oraz rozwijanie i prowadzenie polityki związanej z nadzorem nad systemami finansowymi,
- prowadzenie i upublicznianie statystyki dotyczącej działalności prowadzonej przez bank.

W przypadku pojawienia się zagrożenia dla stabilności systemu finansowego, spowodowanego utratą płynności instytucji kredytowej, NBW może pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatecznej instancji.

Na płaszczyźnie polityki pieniężnej w badanym okresie bank centralny Węgier łączył strategię celu inflacyjnego (od czerwca 2001 r.) z kontrolą kursu walutowego (tzw. mieszany, eklektyczny model strategii polityki pieniężnej). Funkcją celu inflacyjnego było ustabilizowanie oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie, natomiast system kursu walutowego był sposobem przygotowania do przystąpienia do strefy euro²⁹. Od 2007 r. zaczął obowiązywać średniookresowy cel ciągły (wyznaczony w sierpniu 2005 r.) w wysokości 3% +/- 1 punkt procentowy. Zgodnie z Ustawą o NBW kompetencje dotyczące systemu wyznaczania kursu forinta były dzielone między NBW i rząd węgierski. Od 26 lutego 2008 r. NBW zdecydował o przejściu na system kursu płynnego, uznając, że umożliwi on skuteczniejszą realizację celów inflacyjnych, niezbędną do spełnienia kryteriów konwergencji przed przystąpieniem do strefy euro.

Współcześnie stosowanymi przez NBW instrumentami polityki pieniężnej są³⁰:

- przyjmowanie depozytów i udzielanie odpowiednio zabezpieczonych pożyczek,
- kupowanie i sprzedawanie instrumentów finansowych, pośredniczenie w ich obrocie na rynkach kasowych i terminowych w ramach przeprowadzanych operacji otwartego rynku,
- emisja własnych instrumentów finansowych,

²⁸ W ścisłej współpracy z Węgierskim Urzędem Nadzoru Finansowego.

²⁹ J. Mackiewicz-Łyziak, *Wiarygodność banku centralnego*, Difin, Warszawa, 2010, s. 118.

³⁰ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 415.

- wpływanie na i ustalanie kursów wymiany i stóp procentowych,
- dyskontowanie (redyskontowanie) instrumentów finansowych,
- zarządzanie systemem rezerwy obowiązkowej³¹.

Od 1 maja 2004 r. Narodowy Bank Węgier należy do struktur Europejskiego Systemu Banków Centralnych, a jego udział w kapitale Europejskiego Banku Centralnego wynosi (od 29 grudnia 2010 r.) 1, 3856%, co stanowi 5.591.234,99 euro.

5.1.5. Narodowy Bank Rumunii

Rumunia – podobnie jak Bułgaria – weszła do struktur Unii Europejskiej w styczniu 2007, a więc niespełna trzy lata później niż pozostałe kraje Europy Środkowej, będące przedmiotem analizy w niniejszej rozprawie. Spowodowane to było wolniejszym procesem transformacji, niskimi standardami w obszarze walki z korupcją i zorganizowaną przestępczością oraz niesprawnym wymiarem sprawiedliwości. Duże różnice występowały także w ogólnym poziomie rozwoju gospodarczego: w momencie przystąpienia do Unii Rumunia osiągała PKB *per capita* ok. 35% średniej dla 25 krajów UE, podczas gdy najmniej rozwinięte kraje UE-10 osiągały w 1994 r. (tj. w chwili, gdy wstępowały do UE) ok. 45-50% średniej dla krajów UE-25³².

Polityka monetarna w Rumunii prowadzona jest w ramach nowoczesnej strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, zaś podmiot odpowiedzialny za jej prowadzenie to Narodowy Bank Rumunii (*National Bank of Romania, NBR*). Jego naczelnym celem jest osiągnięcie i utrzymanie stabilnego poziomu cen. Jeśli jego realizacja nie jest zagrożona, NBR może wspierać politykę gospodarczą państwa. Dodatkowo - obok definiowania ram polityki pieniężnej i bieżącego jej realizowania, NBR wypełnia inne funkcje banku centralnego³³:

- udziela zgody na działalność instytucjom kredytowym i formułuje regulacje ostrożnościowe, mające zapewniać ich sprawne działanie,
- dba o właściwe funkcjonowanie systemu płatności, co jest jednym z warunków zapewnienia stabilności finansowej,

³¹ Więcej na temat realizowanej przez NBW strategii i stosowanych instrumentów w: W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 301-325, 404-435; strona internetowa NBW: http://english.mnb.hu/Monetaris_politika/mnben_jegybanki_eszkozok

³² *Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej. Szansa czy zagrożenie dla Polski*, Zeszyt BRE Bank – CASE nr 88/2007, s. 8.

³³ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna Bułgarii i Rumunii w kontekście członkostwa w UE*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska – Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 241.

- emituje banknoty i monety będące prawnym środkiem płatniczym w Rumunii,
- definiuje reżim kursowy i nadzoruje jego przestrzeganie,
- zarządza oficjalnymi rezerwami walutowymi kraju.

Choć strategię BCI planowano wdrożyć w Rumunii jeszcze w 2003 r., to w praktyce zastosowano ją dopiero dwa lata później (w sierpniu 2005r.), gdy - wskutek znacznego napływu kapitału zagranicznego - stosowana dotychczas tradycyjna strategia oparta na kontroli agregatu pieniężnego M2 okazała się nieskuteczna w osiągnięciu stabilnego poziomu cen.

Cel inflacyjny przedstawiany jest liczbowo w założeniach polityki pieniężnej. Formuluje się go z dwuletnim wyprzedzeniem w oparciu o wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych CPI. Przykładowo: dla roku 2005 cel określono na poziomie 7%, dla 2010 – 3,5%, a dla 2013 – 2,5%. We wszystkich latach dopuszcza się przedział wahań inflacji wokół celu o szerokości +/- 1 punkt procentowy.

Jednocześnie zdecydowano o prowadzeniu polityki pieniężnej w warunkach kursu płynnego zarządzanego. Oficjalnie NBR wpływa na kurs leja tylko wówczas, gdy jego kształtowanie zagraża realizacji celu nadrzędnego polityki³⁴.

Realizując postawione przed nim zadania, Narodowy Bank Rumunii wykorzystuje tzw. klasyczną triadę instrumentów: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe i rezerwę obowiązkową. Główne kategorie operacji otwartego rynku, wykorzystywane przez NBR obejmują przyjmowanie depozytu (jako podstawową formę absorpcji płynności), przeprowadzanie operacji warunkowych i bezwarunkowych (*repo* i *reverse repo*), udzielanie zabezpieczonych kredytów, emitowanie certyfikatów depozytowych, czy przeprowadzanie swapów walutowych. Stopa procentowa odpowiadająca depozytowi w banku centralnym o terminie zapadalności 1W jest główną stopą polityki pieniężnej, która jednocześnie pełni funkcje sygnalizacyjne, informując rynek o pożądanym przez bank poziomie stopy procentowej³⁵.

Z uwagi na członkostwo w ESBC udział Narodowego Banku Rumunii w kapitale EBC wynosi od 29 grudnia 2010 r. 2, 4645%, co stanowi blisko 10 mln euro (9.944.860,44 euro).

*

Tabela 19 zawiera zestawienie elementów, charakteryzujących sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne krajów E-5.

³⁴ Ibidem, s. 243.

³⁵ Ibidem, s. 251.

Tabela 19. Charakterystyka strategii BCI w krajach E-5 (stan na 2012r.¹)

Bank centralny	NBP	NBC	NBS	NBW	NBR	
1.	Ramy strategii BCI					
1.1	Władze monetarne	Narodowy Bank Polski (NBP)	Narodowy Bank Czech (NBC)	Narodowy Bank Słowacji (NBS)	Narodowy Bank Węgier (NBW)	Narodowy Bank Rumunii (NBR)
1.2	Cel polityki pieniężnej	Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939, art. 3, pkt 1) stwierdza, że podstawowym celem działalności NBP jest dbałość o utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP, zaś nowelizacja Ustawy o NBP z 2008 r. dodała do jego statutowych obowiązków dbałość o stabilność krajowego systemu finansowego.	Ustawa z grudnia 1992 r. o Narodowym Banku Czech stwierdza, że naczelnym celem działalności NBC jest dbałość o utrzymanie stabilnego poziomu cen. Jeśli nie ogranicza to podstawowego celu NBC, wspiera on politykę gospodarczą rządu, prowadząc do zrównoważonego wzrostu gospodarczego.	W myśl Ustawy o Narodowym Banku Słowacji z dnia 18 listopada 1992 (z późniejszymi zmianami) podstawowym celem działalności NBS jest utrzymanie stabilnego poziomu cen.	Ustawa o Narodowym Banku Węgier z 2001 r. stwierdza, że podstawowym celem działalności NBW jest osiągnięcie i utrzymanie stabilnego poziomu cen	W myśl Ustawy o Narodowym Banku Rumunii (Law no. 312/28 June 2004) podstawowym celem działalności NBR jest zapewnienie i utrzymanie stabilnego poziomu cen oraz – jeśli nie stoi to w sprzeczności z celem głównym – wspieranie polityki rządu Republiki Rumunii.
1.3	Niezależność operacyjna	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak
1.4	Przyjęcie strategii BCI	1998	Grudzień 1997 r.	2005 r.	Czerwiec 2001 r.	Sierpień 2005 r.
1.5	Kto ustala liczbowy cel polityki pieniężnej?	Rada Polityki Pieniężnej	NBC	NBS	NBW	Cel ustalany jest wspólnie przez NBR i rząd Rumunii

¹ Za wyjątkiem Narodowego Banku Słowacji – w przypadku NBS dane dotyczą okresu, w którym prowadził on niezależną politykę pieniężną, a więc jego przed wstąpieniem do Eurosystemu w 2009 r.

Bank centralny		NBP	NBC	NBS	NBW	NBR
1.6	Miernik inflacji	CPI	CPI (od stycznia 2002 r.)	HICP	CPI	CPI
1.7	Cel liczbowy	2,5% ± 1 p.p. (od 2004 r.)	2% ± 1 p.p. (od stycznia 2010 r.)	Poniżej 2% (od grudnia 2007)	3% ± 1 p. p. (od 2007 r.)	3% ± 1 p.p. (do końca 2012 r., a od 2013 r. – 2,5% ± 1 p.p.)
1.8	Horyzont czasowy dla ustalonego celu	Średniookresowy	Średniookresowy, 12-18 miesięcy	Średniookresowy	Średniookresowy	Od 2013 r. kilkuletni.
1.9	Główna stopa procentowa	Stopa referencyjna – repo (ustalana przez RPP, określa minimalną cenę, po jakiej bank centralny organizuje operacje otwartego rynku na rynku międzybankowym)	stopa repo (2W), (NBC monitoruje stopę dla międzybankowych lokat 1W, ale nie wyznacza poziomu referencyjnego dla żadnej z rynkowych stóp procentowych)	Stopa operacji sterylizujących overnight (<i>overnight sterilisation rate</i>), stopa operacji refinansujących overnight, stopa repo (2W) (<i>2W repo tender limit rate</i>)	stopa dwutygodniowych obligacji banku centralnego (interest rate on two-week central bank bond)	Stopa procentowa polityki pieniężnej - <i>Monetary Policy Rate</i> (oprocentowanie operacji depozytowo-kredytowych ustalone jest na ± 4 p. p. od wartości głównej stopy procentowej polityki pieniężnej)
2.	Proces decyzyjny					
2.1	Ciało decyzyjne	Rada Polityki Pieniężnej: prezes NBP i 9 członków spoza Banku	Zarząd NBC: Gubernator, dwóch Vice-Gubernatorów i czterech Dyrektorów Wykonawczych	Liczący 11 członków Zarząd NBS: Gubernator, jego dwóch zastępców i 8 innych członków	Rada Monetarna, licząca przynajmniej 5 a maksymalnie 9 członków: Gubernatora NBW, dwóch lub trzech Vice-Gubernatorów i członków spoza Banku. Obecnie Rada liczy 7 członków. W posiedzeniach Rady uczestniczy reprezentant rządu (bez prawa głosu).	Zarząd, w skład którego wchodzi 9 członków: Gubernator (Prezes Zarządu), pierwszy Vice-Gubernator (Vice-Prezes Zarządu), dwóch Vice-Gubernatorów i 5 członków zewnętrznych. W posiedzeniu Zarządu mogą uczestniczyć – choć bez prawa głosu – Minister Finansów i jeden z Sekretarzy Stanu (vice-ministrów) w Ministerstwie Finansów.
2.2	Członkowie z zewnątrz	Tak, dziewięciu.	Nie	Tak, nie więcej niż 3	Tak, czterech (od 2010 r.)	Tak, pięciu
2.3	Tryb powoływania członków Zarządu	Dziewięciu członków RPP powoływanych jest na nieodnawialny okres 6 lat w równej liczbie przez:	Członkowie powoływani są przez Prezydenta Republiki Czeskiej na okres nie dłuższy niż dwie	Gubernator i jego zastępcy są powoływani (i odwoływani) przez Prezydenta Republiki	Gubernator i jego zastępcy powoływani są na okres nie dłuższy niż dwie sześcioletnie kadencje	Członkowie Zarządu są powoływani przez Parlament na wniosek komitetów obydwu Izb

Bank centralny		NBP	NBC	NBS	NBW	NBR
		Prezydenta RP, Sejm i Senat spośród specjalistów z zakresu finansów. Prezesa NBP powołuje Parlament na wniosek Prezydenta RP maksymalnie na dwie kadencje. W okresie kadencji członek Rady nie może zajmować żadnych innych stanowisk i podejmować działalności zarobkowej lub publicznej poza pracą naukową, dydaktyczną lub twórczością autorską, ani być członkiem partii politycznej lub związku zawodowego.	sześcioletnie kadencje.	Słowackiej na wniosek Rządu i za zgodą Rady Narodowej Republiki Słowackiej (słowackiego Parlamentu). O zatrudnieniu 8 pozostałych członków decyduje Rząd na wniosek Gubernatora NBS. Członkowie zarządu powoływani są na okres nie dłuższy niż dwie pięcioletnie kadencje.	przez Prezydenta Republiki Węgierskiej na wniosek Ministra Finansów i za zgodą Premiera, pozostali członkowie Rady wybierani są przez Parlament na okres 6 lat.	Parlamentu na okres 5 lat z możliwością odnowienia kadencji
2.4	Podjęcie decyzji	Ustalenia Rady podejmowane są w formie uchwał większością głosów przy obecności co najmniej 5 członków, w tym Przewodniczącego Rady. W przypadku równej liczby głosów rozstrzyga głos Przewodniczącego Rady.	Głosowanie większością głosów. Głos rozstrzygający należy do Prezesa Zarządu.	Głosowanie większością głosów. Głos rozstrzygający należy do Gubernatora.	Głosowanie większością głosów. Głos rozstrzygający należy do Gubernatora.	Poprzez głosowanie
2.5	Częstotliwość zebrań Rady	Raz w miesiącu	8 razy w roku	3-4 razy w miesiącu	Raz w miesiącu	Osiem razy w roku
3. Modele i prognozy						
3.1	Modele wykorzystywane przez Bank w procesie decyzyjnym	NECMOD – jako główny model makroekonomiczny	DSGE (<i>Dynamic Stochastic General Equilibrium</i>) – dynamiczny stochastyczny model równowagi ogólnej	b.d.	Zestaw modeli dla prognoz krótkookresowych, model DSGE dla prognoz w dłuższym okresie	ARMAX (dla prognoz inflacji), OLS i <i>Dynamic Factors Models</i> (dla prognoz PKB), Nowo-Keynesowski Model (dla prognoz średnioterminowych)

Bank centralny		NBP	NBC	NBS	NBW	NBR
3.2	Publikowane prognozy	Prognozy inflacji i PKB (w formie wykresu wachlarzowego) w <i>Raportach o inflacji</i> oraz w formie prezentacji.	Wykresy wachlarzowe projekcji inflacji, projekcje stopy procentowej, kursu walutowego i PKB.	Prognozy inflacji i PKB od 2005 r.	Prognozy inflacji, inflacji bazowej, PKB i wskaźników rynku pracy publikowane w kwartalnych <i>Raportach o inflacji</i> .	Prognozy inflacji (także bazowej) i luki popytowej publikowane w <i>Raportach o inflacji</i>
3.3	Założenia do prognoz stóp procentowych	Stałe stopy procentowe	Endogeniczne	b.d.	Endogeniczne (od 2011 r.)	Projekcja stopy procentowej w oparciu o funkcję reakcji polityki pieniężnej (reguła Taylora)
3.4	Odpowiedzialni za przygotowanie prognoz	Pracownicy NBP	Pracownicy NBC	Pracownicy NBS	Pracownicy NBW	Zarząd NBR
4. Odpowiedzialność (accountability)						
4.1	List otwarty (<i>Open Letter</i>)	Nie	Nie	Nie	Nie	Nie
4.2	Przesłuchania parlamentarne	RPP ustala corocznie założenia polityki pieniężnej i przedkłada je do wiadomości Sejmowi równocześnie z przedłożeniem przez Radę Ministrów projektu ustawy budżetowej. Rada składa Sejmowi sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w ciągu 5 miesięcy od zakończenia roku budżetowego.	NBC przedkłada sprawozdanie dotyczące polityki pieniężnej Izbie Poselskiej przynajmniej 2 razy w roku	NBS przedstawia Radzie Narodowej Republiki Słowackiej raport w odstępach półrocznych oraz obszerniejszy raport roczny.	Gubernator NBW składa coroczne sprawozdanie przed Parlamentem Republiki Węgierskiej	Nie. Parlamentowi przedkładany jest <i>Raport Roczny NBR</i> .
5. Komunikacja						
5.1	Natychmiastowe ogłaszanie decyzji z zakresu polityki pieniężnej	Tak, wraz z komunikatem prasowym.	Tak, wraz z komunikatem prasowym.	Tak	Tak, wraz z komunikatem prasowym o 14.00 po posiedzeniu Rady, dotyczącym wysokości stóp procentowych	Tak, wraz z komunikatem prasowym.

Bank centralny		NBP	NBC	NBS	NBW	NBR
5.2	Komunikat prasowy/konferencja prasowa po decyzji Zarządu	Tak, oświadczenie RPP i konferencja prasowa	Konferencja prasowa	Komunikat prasowy	Tak, po posiedzeniu Rady	Komunikat prasowy po każdym posiedzeniu Zarządu i konferencja prasowa 4 razy w roku (towarzysząca publikacji <i>Raportów o inflacji</i>)
5.3	Publikacja <i>minutes</i>	Tak, dwa tygodnie po spotkaniu Rady	Tak, 8 dni po posiedzeniu Zarządu	Nie	Tak, skrócona wersja <i>minutes</i> (bez imiennego przypisywania opinii), publikowana regularnie przed kolejnym posiedzeniem Rady	Nie
5.4	Publikacja wyników głosowania	Nie w zapisie dyskusji, ale na stronie internetowej NBP sześć tygodni po głosowaniu i w <i>Raportach o inflacji</i>	Wyniki głosowania podawane podczas konferencji prasowej, imienne wyniki publikowane w <i>Raportach o inflacji</i> .	Nie	Tak	Nie
5.5	Raporty o inflacji	Tak	Tak	Nie (Monetary Programme)	Tak	Tak

Źródło: G. Hammond, *State of the art of inflation targeting*, Handbook No. 29, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 2012, s. 19-44 oraz opracowanie własne.

Wynika z niej, że banki centralne państw E-5 – podobnie, jak analizowana wcześniej grupa banków państw E-3 – prowadzą¹ politykę pieniężną w bardzo zbliżony sposób. Mając zapewnioną niezależność, realizują podobny cel inflacyjny, działając w ramach tej samej strategii i wykorzystując podobny zestaw instrumentów. W zestawieniu tym jednak już dają się zauważyć pewne różnice dotyczące stosowanych strategii komunikacyjnych, o czym szerzej będzie mowa w dalszej części rozdziału.

5.2. Podstawy metodyczne badania przejrzystości

Jak wyjaśniono w punkcie 4.2, do badań nad przejrzystością polityki pieniężnej w krajach Europy Środkowej zastosowano ten sam miernik GE, który został wykorzystany do pomiaru przejrzystości polityki pieniężnej krajów uprzemysłowionych, opisanych w rozdziale 4. Należy tu jednak zwrócić uwagę na dwie kwestie.

Pierwszą z nich jest to, że w jednym przypadku nie udało się zachować ciągłości przedziału czasowego badań: analiza przejrzystości Narodowego Banku Słowacji kończy się wraz z jego wstąpieniem do struktur Eurosystemu (tj. z dniem 1 stycznia 2009 r.). Po drugie zaś, należy jeszcze raz podkreślić, iż oszacowanie przejrzystości działań wszystkich opisanych tu banków centralnych, a więc i Narodowego Banku Polskiego, zostało dokonane na podstawie informacji zawartych w anglojęzycznych wersjach ich strony internetowej. W przypadku NBP jej zawartość nieco różni się od wersji polskiej. Choć nieznacznie wpłynęło to na wynik, obniżając punktację za przejrzystość operacyjną NBP w latach 2000-2002 o 1,5 punktu², to był to zabieg niezbędny dla uzyskania wyników, które byłyby porównywalne z wynikami uzyskanymi dla pozostałych banków poddanych analizie. Należy przyjąć, że i w przypadku pozostałych czterech analizowanych banków centralnych ewentualne różnice pomiędzy informacjami zamieszczanymi na ich stronach anglojęzycznych a tych, opracowywanych w języku ojczystym danego kraju mogły nieznacznie wpłynąć na oszacowanie stopnia ich przejrzystości.

¹ Co nie dotyczy już Słowacji.

² Zostało to spowodowane tym, że *Sprawozdanie z wykonania założeń do polityki pieniężnej* w wersji angielskiej jest publikowane od roku 2003.

5.3. Analiza porównawcza wyników badań nad przejrzystością polityki pieniężnej krajów E-5

Wyniki przeprowadzonych badań wskazują na stosunkowo duże zróżnicowanie poziomu przejrzystości polityki pieniężnej, (jak i poszczególnych jej pięciu aspektów) w analizowanych krajach Europy Środkowej.

5.3.1. Przejrzystość polityczna

Wszystkie banki centralne krajów E-5 zdołały wypracować już w pierwszej połowie badanego okresu maksymalną wg wskaźnika GE przejrzystość polityczną (wykres 8, tabela 20). Oznacza to, że wszystkie cieszą się niezależnością (przede wszystkim w doborze instrumentów)³ przy realizacji ustawowo określonych celów, z których pierwszorzędym jest liczbowo określony cel inflacyjny.

Tabela 20. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 – 2010

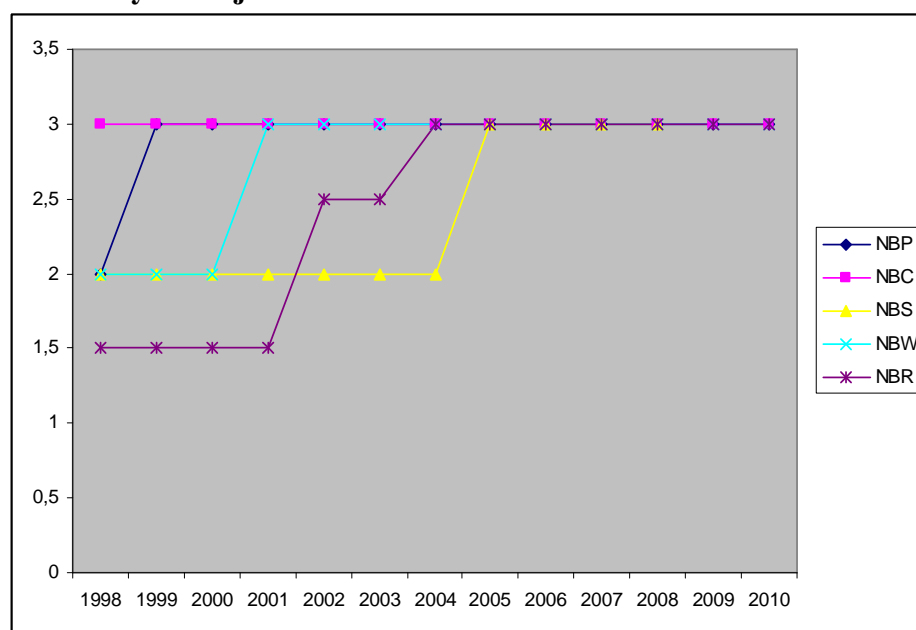
Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
NBP	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	+1
NBC	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	0
NBS	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	-	-	+1
NBW	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	+1
NBR	1,5	1,5	1,5	1,5	2,5	2,5	3	3	3	3	3	3	3	+1,5

Źródło: opracowanie własne

³ Istniało niebezpieczeństwo, że dane te tracą na aktualności. W grudniu 2011 r. rząd Węgier (z Viktorom Orbánem na czele) przeforsował w parlamencie nową ustawę o Narodowym Banku Węgier, która *de facto* ubezwłasnowolniła bank centralny wobec władzy wykonawczej. Nowa ustawa pozbawiła prezesa banku centralnego prawa do mianowania zastępców, wprowadziła stanowisko trzeciego wiceprezesa, który ma być mianowany przez premiera, a nie jak dotąd przez szefa NBW. Z siedmiu do dziewięciu wzrosła liczba członków Rady Monetarnej, której kompetencje poszerzono. Mają oni być w dalszym ciągu wybierani przez parlament (z wyjątkiem szefa i wiceprzewodniczących NBW, którzy także zasiadają w Radzie). Do ustawy dołączono deklarację, że rząd nie będzie wywierał wpływu na NBW i jego kierownictwo oraz potwierdzenie przepisu, że rezerwy walutowe banku centralnego nie mogą być wykorzystane do bezpośredniej spłaty zadłużenia jednostek administracji publicznej. Bank nie został (przynajmniej na razie – ustawa nie zamyka drogi do takiej zmiany) połączony z Państwowym Nadzorem Finansowym, co pierwotnie zapowiadano i co zostało odebrane jako próba pozbycia się krytycznego wobec rządu prezesa NBW Andrása Simora (gdyby instytucje te zostały połączone, należałoby wyznaczyć nowego szefa). Szybki tryb wprowadzenia zmian oraz stały spór pomiędzy rządem a prezesem banku centralnego o wysokość stóp procentowych (rząd krytykuje restrykcyjną politykę monetarną banku) rodzi poważne obawy dotyczące chęci nieformalnego wpływania rządu na decyzje banku centralnego. Naciski ze strony Unii Europejskiej spowodowały złożenie projektu nowelizacji kontrowersyjnej ustawy w kwietniu 2012 r.

(http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/610981,wegiarski_rzad_wycofuje_sie_z_restrykcyjnego_projektu_ustawy_ograniczajacej_samodzielnosc_banku_centralnego.html)

Wykres 8. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010



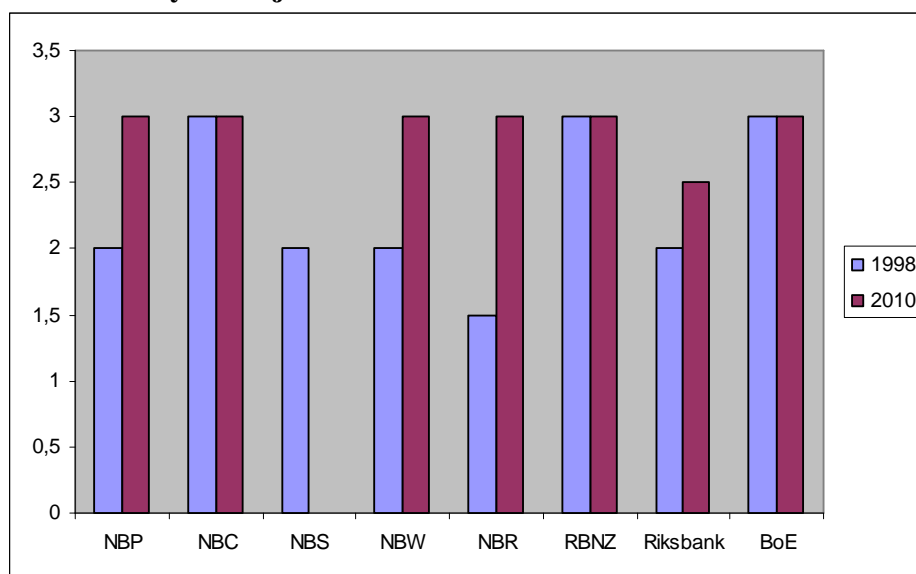
Źródło: opracowanie własne

W całym okresie badawczym celem priorytetowym dla banków centralnych krajów E-5 była stabilność cen (za co otrzymały po 1 punkcie). Prawie wszystkie z nich miały też od początku wyraźnie określone ramy instytucjonalne (kolejny punkt). Wyjątkiem był NBR, którego niezależność została zagwarantowana Ustawą o Narodowym Banku Rumunii, uchwaloną w czerwcu 2004⁴. Narodowy Bank Czech charakteryzował się najwyższą możliwą przejrzystością polityczną w całym okresie objętym badaniem (3 punkty). Najszybciej, gdyż już w 1999 r., dorównał mu w tym względzie Narodowy Bank Polski (zyskując trzeci punkt za przejrzystość polityczną dzięki określeniu celu inflacyjnego⁵), najpóźniej zaś - Narodowy Bank Słowacji, który dopiero w 2005 roku określił liczbowo cel inflacyjny w publikowanym *Programie Monetarnym (Monetary Programme)*.

⁴The National Bank of Romania Act, Law No. 312/June, 2004.

⁵ Cel ten najpierw określano w postaci dopuszczalnego korytarza wahań, by w 2004 r. ustanowić go na poziomie 2,5% +/- 1 p.p.

Wykres 9. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010⁶



Źródło: opracowanie własne

Tym samym banki centralne Europy Środkowej dorównały pod względem przejrzystości politycznej jej liderom – Bankom Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii i Szwecji (wykres 9). Jak wynika z tabeli 21 i wykresu 10, średnia jej wartość dla krajów E-5 kształtowała się początkowo na niższym poziomie niż dla krajów E-3, ale wykazywała stałą tendencję wzrostową, a w roku 2005 nawet ją minimalnie przewyższyła ze względu na wspomniany już brak jednoznacznej hierarchizacji celów w przypadku szwedzkiego Riksbanku.

Tabela 21. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-3 oraz E-5 w latach 1998 - 2010⁷

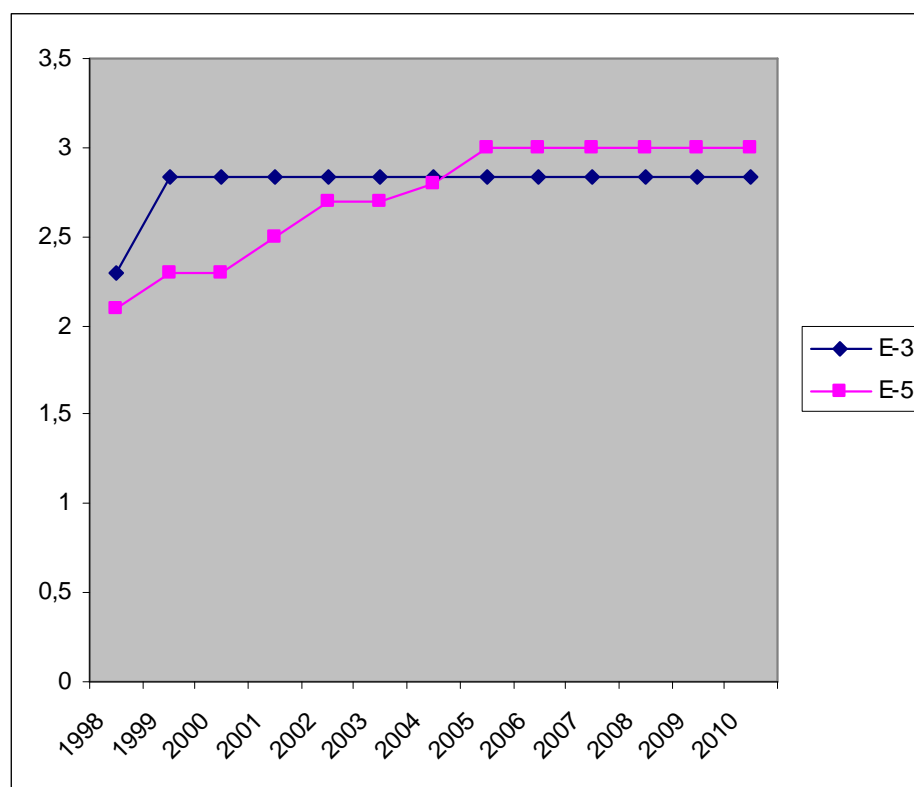
Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
E-3	2,3	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	+0,53
E-5	2,1	2,3	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8	3	3	3	3	3	3	+0,9

Źródło: opracowanie własne

⁶ Brak wykresu przedstawiającego poziom przejrzystości politycznej NBS w 2010 r. wynika stąd, że Słowacja znajdowała się już wówczas w strukturach Eurosystemu. Dane dotyczące tej kategorii przejrzystości z okresu przed wstąpieniem Słowacji do strefy euro zawiera tabela 20 i wykres 8.

⁷ Dla lat 2009 i 2010 wyliczono średnią dla czterech państw Europy Środkowej: Polski, Czech, Węgier i Rumunii (bez Słowacji, będącej już wówczas w Eurosystemie).

Wykres 10. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 - 2010



Źródło: opracowanie własne

5.3.2. Przejrzystość ekonomiczna

Na początku badanego okresu tylko dwa z pięciu analizowanych banków centralnych krajów Europy Środkowej publikowały jakiegokolwiek informacje dotyczące danych makroekonomicznych, na podstawie których ich komitety monetarne podejmowały decyzje z zakresu polityki pieniężnej. Zarówno Narodowy Bank Czech, jak i Narodowy Bank Słowacji udostępniały otoczeniu niektóre dane makroekonomiczne, takie jak: podaż pieniądza, inflacja, PKB i poziom bezrobocia (po ½ punktu). Tylko jednak NBC dodatkowo przedstawiał własną prognozę inflacji (za co uzyskał drugie ½ punktu), którą NBS zaczął publikować 2 lata później – w 2000 r. (tabela 22, wykres 11). W tym samym roku publikację wspomnianych 4 zmiennych rozpoczął Narodowy Bank Węgier (½ punktu), który w kolejnych dwóch latach wyraźnie zwiększył swoją przejrzystość ekonomiczną, podając do publicznej wiadomości wykorzystanie mocy produkcyjnych (+½ pkt) oraz prognozę inflacji i PKB (+1 pkt).

Uzupełnienie powyższych danych o model makroekonomiczny⁸ (od 2004 r.) umożliwiło mu uzyskanie pełnej przejrzystości ekonomicznej wg standardów GE.

Drugim bankiem centralnym, który w badanym okresie również zdołał uzyskać maksymalną przejrzystość ekonomiczną, jest NBC, dzięki uzupełnieniu publikowanych danych o wykorzystanie mocy produkcyjnych.

Narodowy Bank Polski podjął działania zmierzające do zwiększenia swojej przejrzystości ekonomicznej dopiero w roku 2004 poprzez publikację własnej projekcji inflacji i części danych makroekonomicznych (po ½ punktu). Od 2005 r. dołączył publikację prognozy PKB (+ ½ pkt) i modelu makroekonomicznego (+ 1 pkt). Brak danych na temat wykorzystania mocy produkcyjnych spowodował, że NBP nie uzyskał pełnej przejrzystości ekonomicznej w badanym okresie. Najniższą przejrzystością w tym zakresie wyróżniał się Narodowy Bank Rumunii, prezentujący jedynie prognozę inflacji (od 2002 r.) i trzy z pięciu kategorii danych makroekonomicznych, tj. inflację, bezrobocie i podaż pieniądza (od 2007 r.).

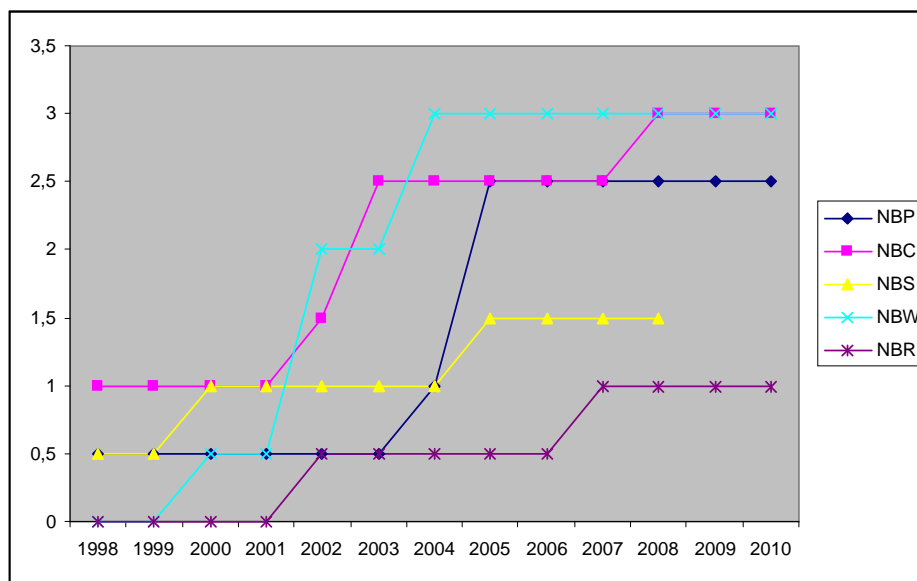
Tabela 22. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010

Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
NBP	0	0	0	0	0	0	1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	+2,5
NBC	1	1	1	1	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	3	3	3	+2
NBS	0,5	0,5	1	1	1	1	1	1,5	1,5	1,5	1,5	-	-	+1
NBW	0	0	0,5	0,5	2	2	3	3	3	3	3	3	3	+3
NBR	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1	1	1	+1

Źródło: opracowanie własne

⁸ M. Jakab, M.A. Kovvacs, B. Parkanyi, Z. Reppa, G. Wadas, *The Hungarian Quarterly Projection Model – N.E.M.*, MNB Working Paper, 2004.

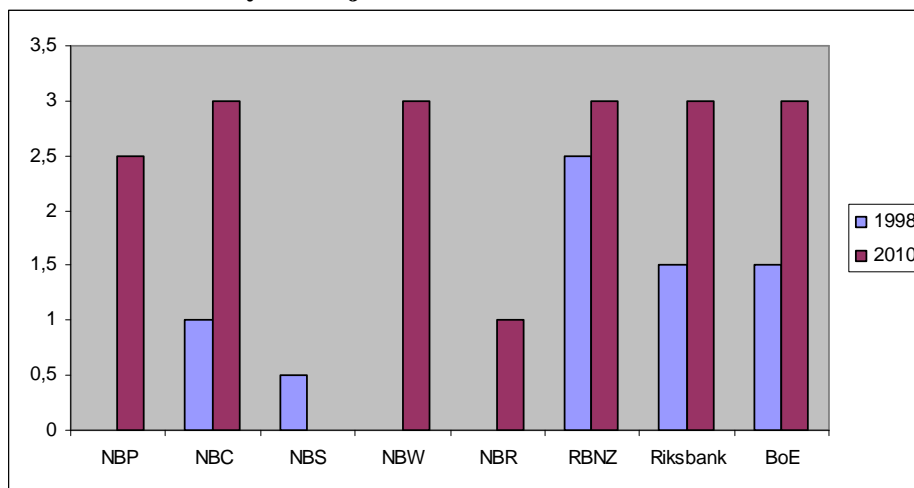
Wykres 11. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010



Źródło: opracowanie własne

Jedynie dwa banki centralne krajów E-5: NBC i NBW zdołały zatem dorównać pod względem przejrzystości ekonomicznej krajom E-3 (wykres 12).

Wykres 12. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010⁹



Źródło: opracowanie własne

⁹ Brak wykresu przedstawiającego poziom przejrzystości ekonomicznej NBS w 2010 r. wynika stąd, że Słowacja znajdowała się już wówczas w strukturach Eurosystemu. Dane dotyczące tej kategorii przejrzystości z okresu przed wstąpieniem Słowacji do strefy euro zawiera tabela 22 i wykres 11.

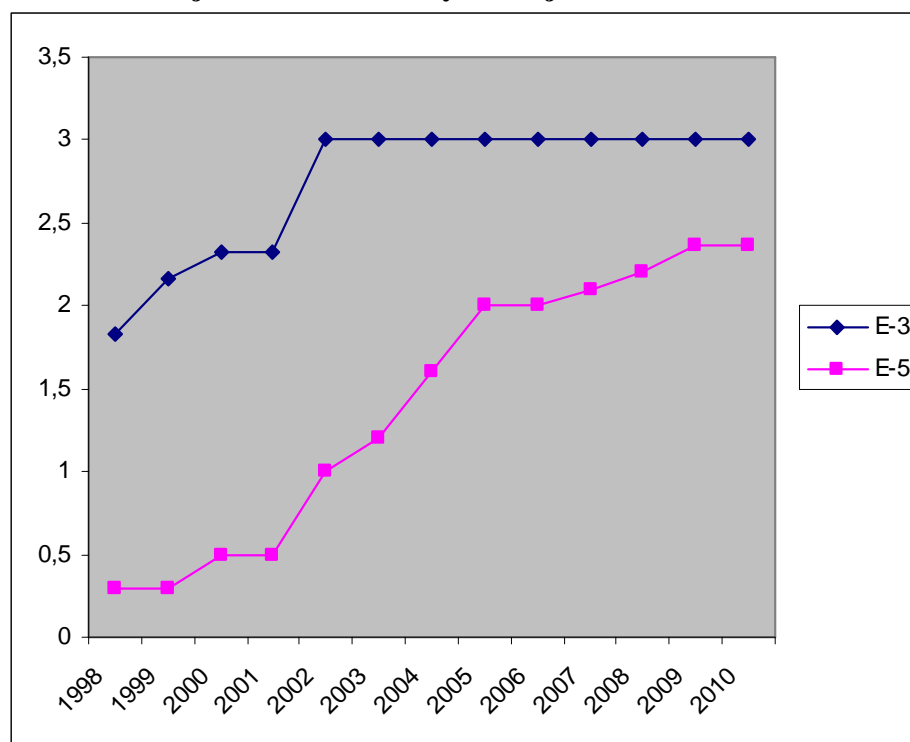
Jak wynika z tabeli 23 i wykresu 13, średni poziom przejrzystości ekonomicznej krajów E-5 do roku 2002 kształtował się znacznie poniżej analogicznej średniej dla krajów E-3, zaś najbardziej dynamiczny jej wzrost w latach 2002-2007 dzięki czynnikom wymienionym powyżej.

Tabela 23. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-3 oraz E-5 w latach 1998 - 2010¹⁰

Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
E-3	1,83	2,16	2,33	2,33	3	3	3	3	3	3	3	3	3	+1,17
E-5	0,3	0,3	0,5	0,5	1	1,2	1,6	2	2	2,1	2,2	2,37	2,37	+2,07

Źródło: opracowanie własne

Wykres 13. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 - 2010



Źródło: opracowanie własne

¹⁰ Dla lat 2009 i 2010 wyliczono średnią dla czterech państw Europy Środkowej: Polski, Czech, Węgier i Rumunii (bez Słowacji, będącej już wówczas w Eurosystemie).

5.3.3. Przejrzystość proceduralna

W pierwszej połowie badanego okresu banki centralne krajów E-5 bardzo niechętnie dzieliły się z otoczeniem informacjami dotyczącymi procesu decyzyjnego w prowadzonej przez nie polityce pieniężnej (tabela 24, wykres 14). Wyjątkiem na tym polu okazał się Narodowy Bank Czech, który – podobnie jak NBP - podjął decyzję o porzuceniu dotychczasowej strategii na rzecz strategii BCI od 1998 r. (1 punkt), a ponadto publikował relacje z obrad kierownictwa (1 pkt) wraz z wynikami głosowania (choć nie imiennymi, za co uzyskał ½ pkt). W przeciwieństwie jednak do NBP, który pierwszy *Raport o inflacji*, opublikował pod koniec 1998 r., NBC zrobił to już w kwietniu 1998 r., dlatego otrzymał 1 punkt za informację o strategii o rok wcześniej niż NBP¹¹. Gdy w 2008 roku uzupełnił publikowane dane o imienne wyniki głosowania, uzyskał maksymalną ilość punktów za przejrzystość proceduralną.

W 2000 roku NBP wzbogacił swoje *Raporty o inflacji* publikacją wyników głosowania (1 pkt), a od roku 2007 - zgodnie z zapowiedzią RPP, przedstawioną w *Informacji po posiedzeniu RPP z 31 stycznia 2007* - rozpoczął publikowanie opisu dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych (*minutes*) wg z góry ustalonego harmonogramu (co miesiąc, w czwartek, w tygodniu poprzedzającym kolejne posiedzenie RPP) (1 punkt). Rok wcześniej niż NBP maksymalną przejrzystość proceduralną uzyskał NBW, który w 2005 roku rozpoczął publikację *minutes*, dodając do nich rok później imienne wyniki głosowania.

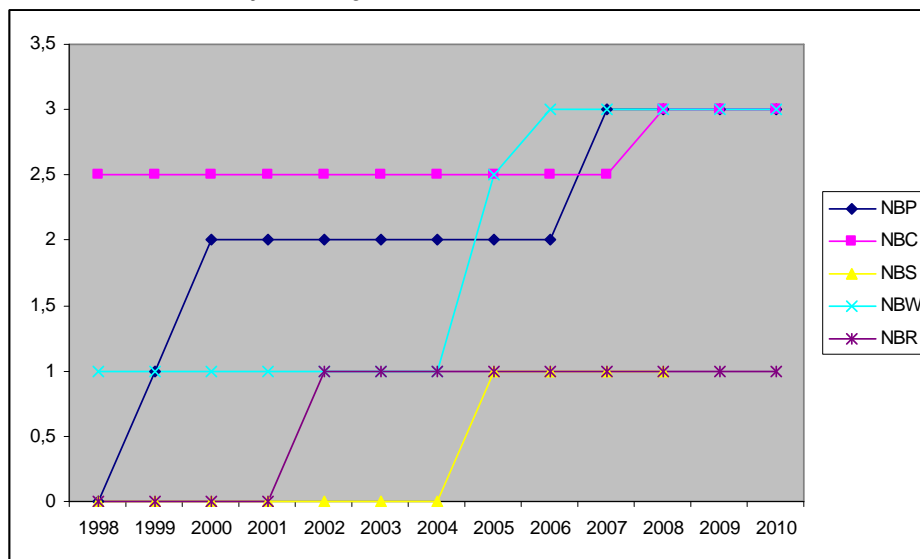
Tabela 24. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010

Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
NBP	0	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	+3
NBC	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	3	3	3	+1,5
NBS	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	-	-	+1
NBW	1	1	1	1	1	1	1	2,5	3	3	3	3	3	+2
NBR	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	+1

Źródło: opracowanie własne

¹¹ Było to również spowodowane tym, że *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003* została przez NBP opublikowana we wrześniu 1998 r.

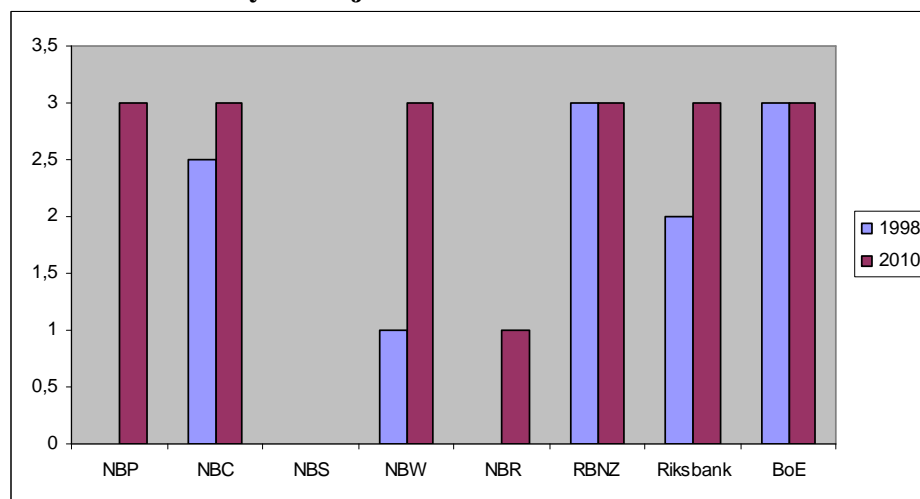
Wykres 14. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 – 2010



Źródło: opracowanie własne

Najmniejsze starania w celu zwiększenia przejrzystości proceduralnej zaobserwowano w przypadku NBS i NBR (wykres 14 i 15). Narodowy Bank Słowacji wprowadził strategię BCI w 2005 roku (1 pkt), podobnie jak Narodowy Bank Rumunii, który jednak - rozpoczynając publikację *Raportów o inflacji* w 2002 r. – wskazał w nich na stosowaną strategię.

Wykres 15. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010¹²



Źródło: opracowanie własne

¹² Brak wykresu przedstawiającego poziom przejrzystości proceduralnej NBS w roku 1998 oznacza, że przyznano jej 0 punktów, natomiast w 2010 r. wynika stąd, że Słowacja znajdowała się już wówczas w strukturach Eurosystemu. Dane dotyczące tej kategorii przejrzystości z okresu przed wstąpieniem Słowacji do strefy euro zawiera tabela 25 i wykres 14.

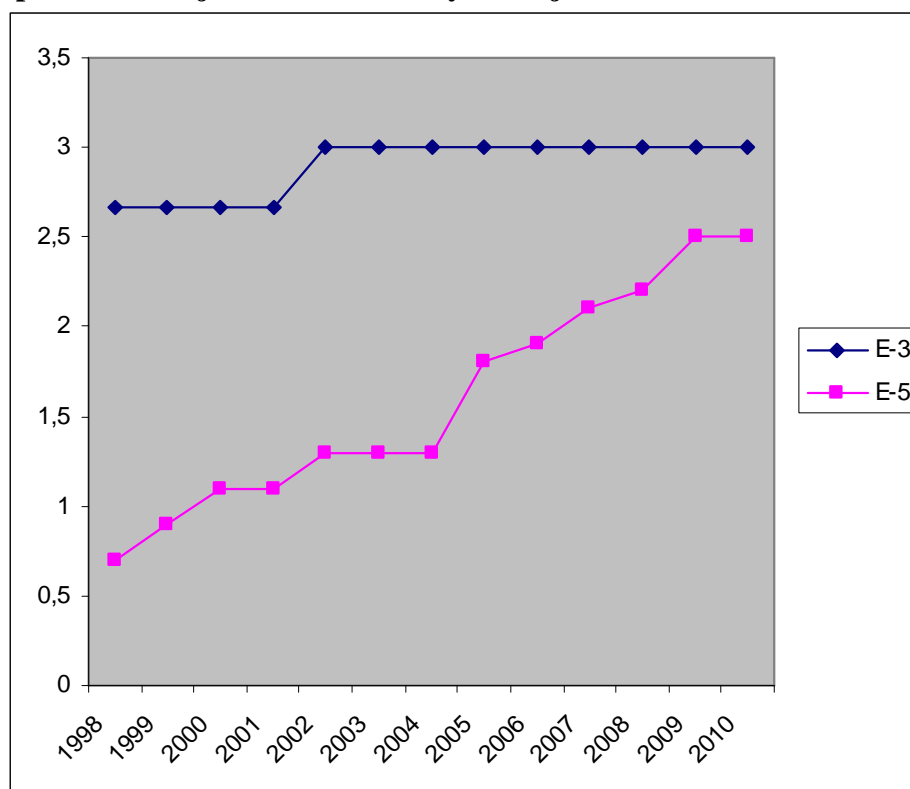
W związku z powyższym, pod względem przejrzystości proceduralnej trzy banki centralne krajów E-5 dorównały krajom E-3, co wpłynęło na znaczne zmniejszenie różnicy między jej średnimi wartościami dla obu analizowanych grup (tabela 25, wykres 16).

Tabela 25. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-3 oraz E-5 w latach 1998 - 2010¹³

Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
E-3	2,66	2,66	2,66	2,66	3	3	3	3	3	3	3	3	3	+0,34
E-5	0,7	0,9	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,8	1,9	2,1	2,2	2,5	2,5	+1,8

Źródło: opracowanie własne

Wykres 16. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 - 2010



Źródło: opracowanie własne

¹³ Dla lat 2009 i 2010 wyliczono średnią dla czterech państw Europy Środkowej: Polski, Czech, Węgier i Rumunii (bez Słowacji, będącej już wówczas w Eurosystemie).

5.3.4. Przejrzystość prowadzonej polityki

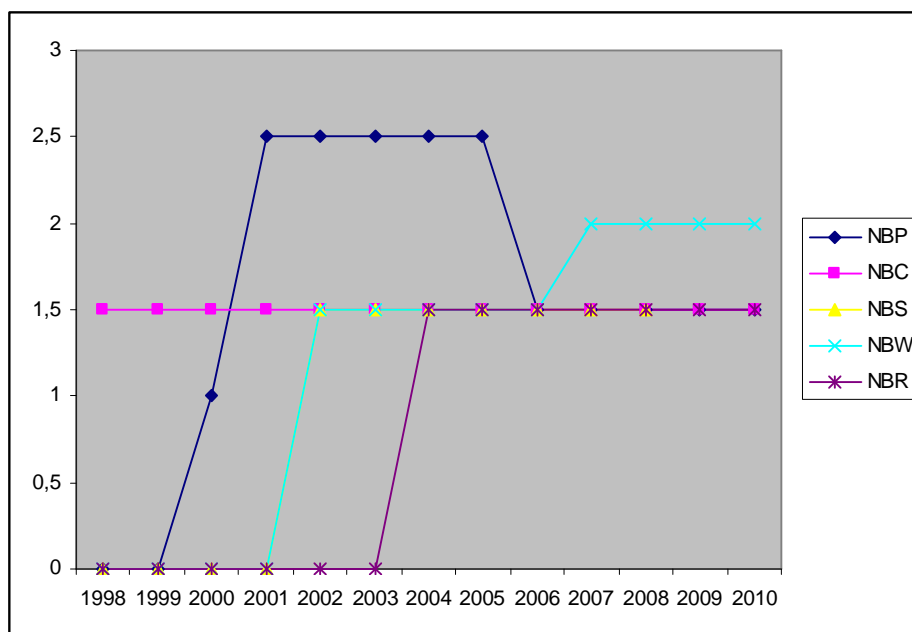
W kategorii przejrzystości prowadzonej polityki - NBP w latach 2001-2005 zdecydowanie wyprzedzał pozostałe banki centralne krajów Europy Środkowej (tabela 26, wykres 17). Jako jedyny bank centralny wśród krajów E-5 publikował w latach 2000 – 2005 informacje o przyszłym nastawieniu Rady Polityki Pieniężnej. Wycofał się jednak z tej praktyki, argumentując swą decyzję błędną interpretacją rynków, które nastawienie utożsamiały z deklaracją RPP odnośnie przyszłych działań. Spowodowało to spadek wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki o 1 punkt do poziomu reprezentowanego przez pozostałe trzy banki centralne krajów E-5, tj. NBC, NBS i NBR, a wynoszącego zaledwie 1,5 punktu. W drugiej połowie badanego okresu (tj. od roku 2004) wszystkie bowiem banki centralne krajów E-5 ogłaszały bezzwłocznie (tj. w dniu zastosowania) decyzje dotyczące głównego instrumentu (1 pkt), uzasadniając je w przypadku wprowadzonych zmian (0,5 pkt). Jedynie NBW jednak zdecydował się jednak na pełne wyjaśnienie swoich decyzji, czym o pół punktu zwiększył swoją przejrzystość prowadzonej polityki.

Tabela 26. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010

Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
NBP	0	0	1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	+1,5
NBC	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0
NBS	0	0	0	0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	-	-	+1,5
NBW	0	0	0	0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	2	2	2	2	+2
NBR	0	0	0	0	0	0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	+1,5

Źródło: opracowanie własne

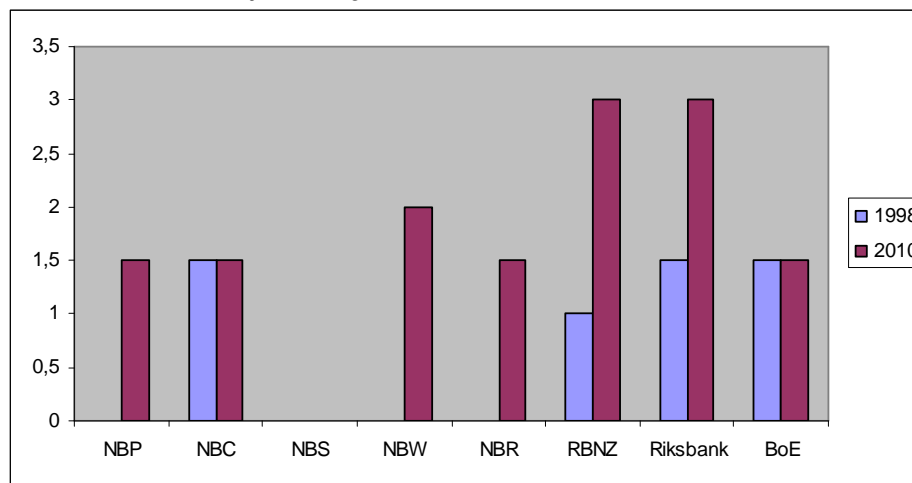
Wykres 17. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010



Źródło: opracowanie własne

Mimo wprowadzonych zmian, żadnemu z banków centralnych krajów E-5 nie udało się na tym polu dorównać bankom centralnym krajów rozwiniętych (wykres 18).

Wykres 18. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010¹⁴



Źródło: opracowanie własne

Z powodu wycofania się NBP z publikacji przyszłego nastawienia władz monetarnych po raz pierwszy zaobserwowano spadek średniej wartości indeksu przejrzystości w badanym

¹⁴ Brak wykresu przedstawiającego poziom przejrzystości prowadzonej polityki NBS w 1998 r. oznacza jej oszacowanie na poziomie 0 punktów (podobnie jak w przypadku NBP, NBW i NBR), natomiast w 2010 r. – jak już wielokrotnie podkreślano - Słowacja była w strukturach Eurosystemu. Dane dotyczące tej kategorii przejrzystości z okresu przed wstąpieniem Słowacji do strefy euro zawiera tabela 26 i wykres 17.

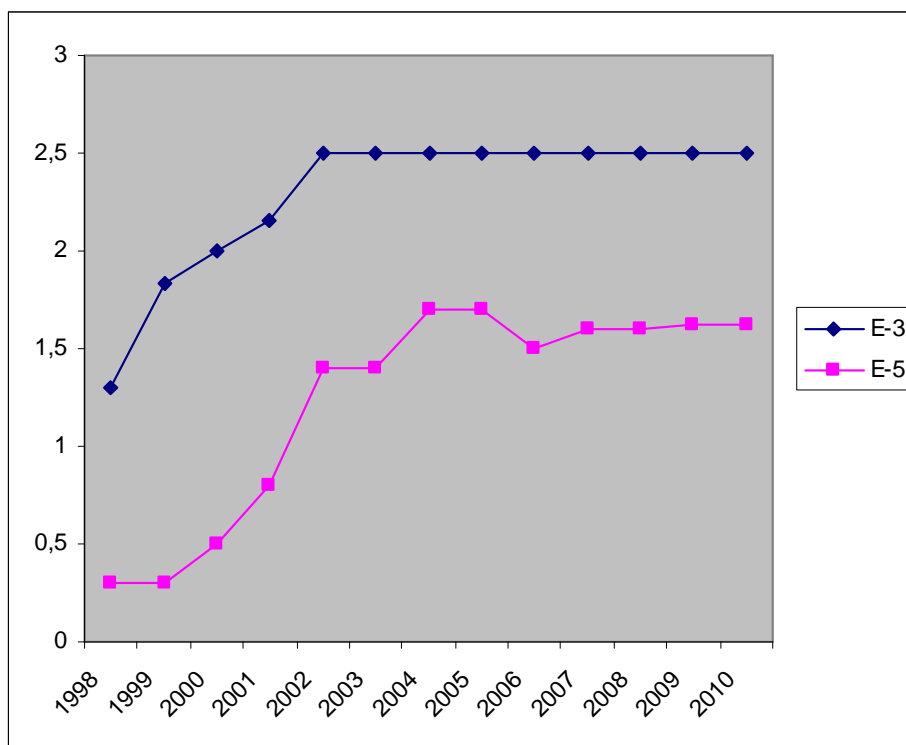
okresie (zarówno dla NBP, jak i – w konsekwencji – krajów E-5) – tabela 27, wykres 19. W przypadku czterech pozostałych kategorii przejrzystości ani razu nie zaobserwowano jej zmniejszenia.

Tabela 27. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-3 oraz E-5 w latach 1998 - 2010¹⁵

Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
E-3	1,3	1,83	2	2,16	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	+1,2
E-5	0,3	0,3	0,5	0,8	1,4	1,4	1,7	1,7	1,5	1,6	1,6	1,62	1,62	+1,32

Źródło: opracowanie własne

Wykres 19. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 - 2010



Źródło: opracowanie własne

¹⁵ Dla lat 2009 i 2010 wyliczono średnią dla czterech państw Europy Środkowej: Polski, Czech, Węgier i Rumunii (bez Słowacji, będącej już wówczas w Eurosystemie).

5.3.5. Przejrzystość operacyjna

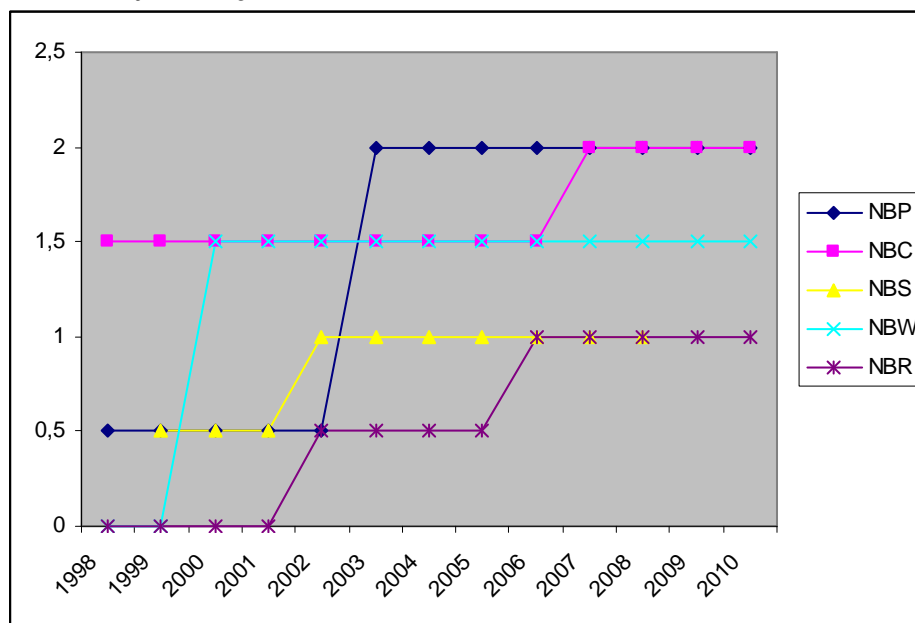
Przejrzystość operacyjna stanowi – obok przejrzystości prowadzonej polityki – drugi obszar przejrzystości, w którym żadnemu z banków centralnych krajów E-5 nie udało się uzyskać maksymalnej wartości (tabela 28, wykres 20), ani też dorównać żadnemu z banków centralnych krajów E-3, które w analizowanym okresie uzyskały co najmniej 2,5 punktu za ten aspekt przejrzystości.

Tabela 28. Kształtowanie się wartości wskaźnika operacyjnej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010

Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
NBP	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2	2	2	2	2	2	2	2	+1,5
NBC	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	2	2	2	2	+0,5
NBS	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1	1	1	1	1	1	-	-	+1
NBW	0	0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	+1,5
NBR	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1	1	1	1	+1

Źródło: opracowanie własne

Wykres 20. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010

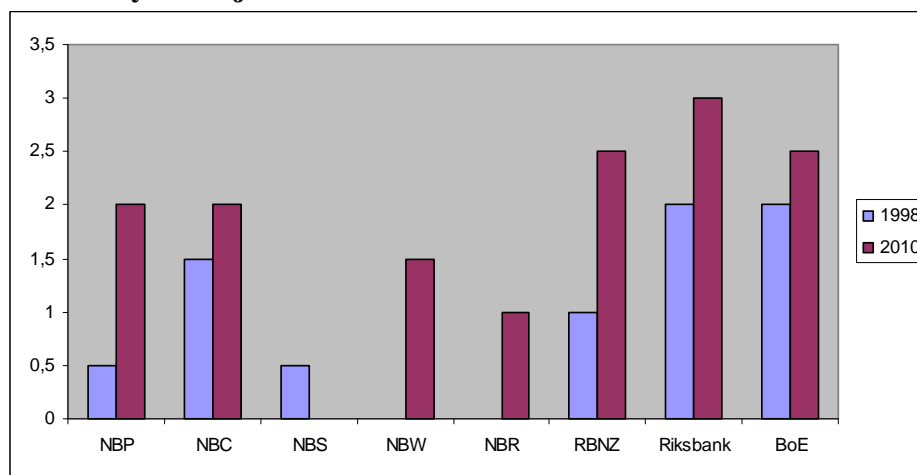


Źródło: opracowanie własne

Najwyższą – ale nie maksymalną, gdyż kształtującą się na poziomie 2 punktów - przejrzystość operacyjną zdołali uzyskać dwa banki centralne krajów E-5: Narodowy Bank Czech oraz Narodowy Bank Polski. NBC od początku wyróżniał się na tle pozostałych

czterech banków tym, że dostarczał rynkom analiz bieżącej sytuacji makroekonomicznej (½ pkt) oraz wskazywał na rolę polityki pieniężnej w realizacji postawionych celów (1 pkt), co po uzupełnieniu (w 2007 r.) o stopień realizacji celu operacyjnego umożliwiło mu osiągnięcie 2 punktów za przejrzystość operacyjną. NBP w 2003 r. rozpoczął publikację anglojęzycznej wersji *Sprawozdania z wykonania założeń do polityki pieniężnej*, zawierającą – obok głównych elementów realizowanej strategii polityki pieniężnej – opis uwarunkowań makroekonomicznych i decyzji podejmowanych w zakresie polityki pieniężnej, a także opis stosowanych instrumentów. Spowodowało to wzrost przejrzystości operacyjnej NBP o 1,5 punktu, tj. do poziomu reprezentowanego przez NBC (½ + 1½)¹⁶. Narodowy Bank Węgier od roku 2000, w którym w swoich raportach zaczął komentować stopień realizacji celu (½ punktu) oraz uwzględniać charakterystykę uwarunkowań makroekonomicznych wraz ew. czynnikami, zaburzającymi proces transmisyjny (½ + ½ punktu), nie podjął żadnych starań w celu zwiększenia tego aspektu przejrzystości prowadzonej przez siebie polityki pieniężnej. Z kolei przejrzystość operacyjna Narodowego Banku Słowacji oraz Narodowego Banku Rumunii nie przekroczyła w badanym okresie poziomu 1 punktu. Obydwa banki omawiały skutki prowadzonej polityki¹⁷ (po ½ punktu) oraz dostarczały informacji o szokach makroekonomicznych¹⁸ (kolejne ½ punktu).

Wykres 21. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010¹⁹



Źródło: opracowanie własne

¹⁶ Do roku 2003 przejrzystość NBP została oceniona na 0,5 punktu za pobieżną ocenę skutków prowadzonej polityki.

¹⁷ NBR dopiero od roku 2002.

¹⁸ NBS od 2002 r., a NBR od 2006 r.

¹⁹ Dane dotyczące przejrzystości operacyjnej NBS zawiera tabela 28 i wykres 20. NBS nie został ujęty na wykresie 21, gdyż w roku 2010 był już w strefie euro.

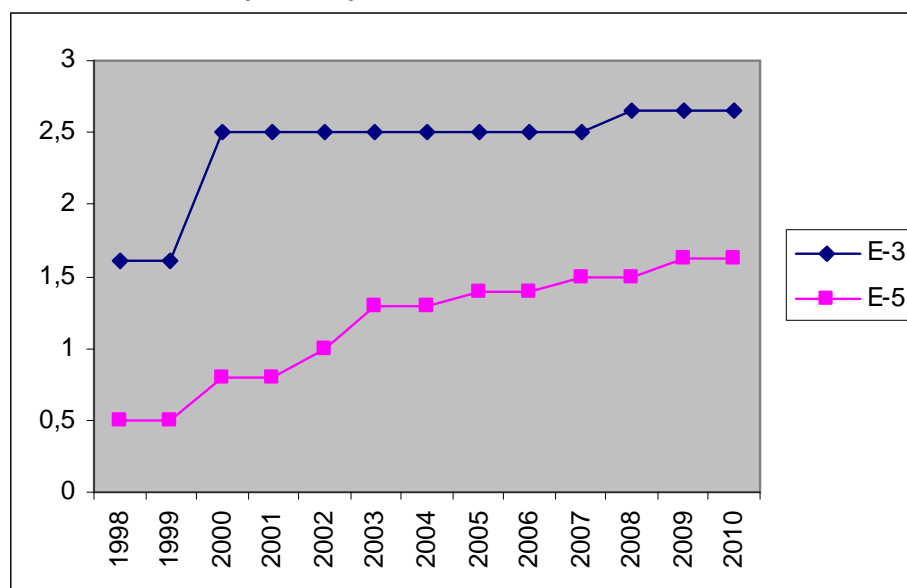
W efekcie banki centralne krajów E-3 znacznie wyprzedzają banki centralne krajów E-5 w kategorii przejrzystości operacyjnej (wykres 21, tabela 29).

Tabela 29. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-5 oraz E-3 w latach 1998 – 2010²⁰

Kraj	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
E-3	1,6	1,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,66	2,66	2,66	+1,06
E-5	0,5	0,5	0,8	0,8	1	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,62	1,62	+1,12

Źródło: opracowanie własne

Wykres 22. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 – 2010



Źródło: opracowanie własne

Dane z tabeli 29 oraz wykres 22 wskazują na to, że średni poziom przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-3 niemal dwukrotnie przewyższa poziom reprezentowany przez banki centralne krajów E-5, które albo nie dokonują oceny stopnia realizacji celu operacyjnego swojej polityki (NBR, NBS), bądź czynią to, nie wyjaśniając przyczyn odchylenia od celu (NBC, NBW). Dostarczając informacji o szokach makroekonomicznych, żaden z analizowanych banków krajów E-5 nie uwzględnił

²⁰ Dla lat 2009 i 2010 wyliczono średnią dla czterech państw Europy Środkowej: Polski, Czech, Węgier i Rumunii (bez Słowacji, będącej już wówczas w Eurosystemie).

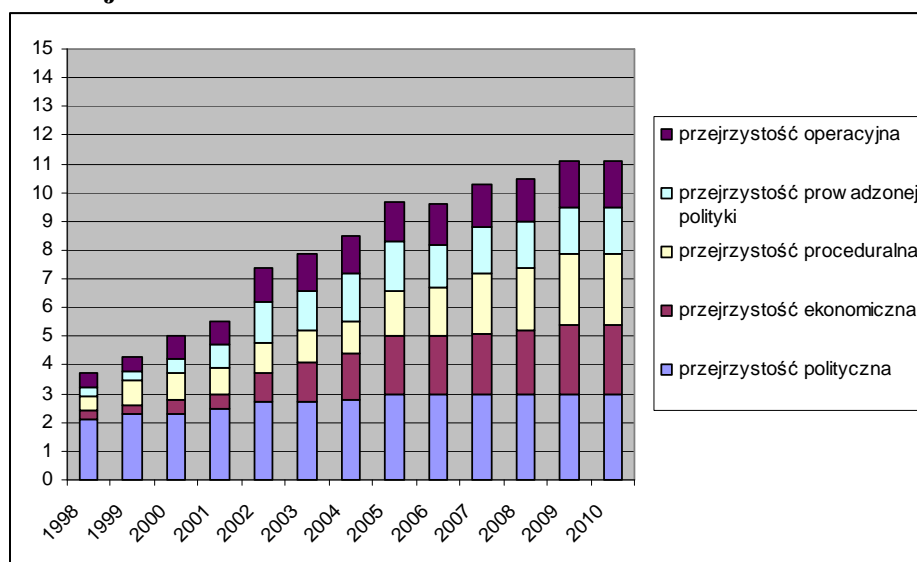
przeszłych błędów prognozy, zaś w ocenie skutków realizowanej polityki jedynie NBC wskazywał na rolę, jaką polityka pieniężna odegrała w ich osiągnięciu.

Wnioski

Przeprowadzone badania potwierdzają tezę, że w latach 1998-2010 kraje Europy Środkowej – wzorem państw uprzemysłowionych – zwiększyły przejrzystość prowadzonej polityki pieniężnej.

Średni poziom przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-5 wzrósł w badanym okresie trzykrotnie (z 3,7 pkt do 11,1 pkt), przy czym został spowodowany mocno zróżnicowanym stopniem zwiększenia przejrzystości poszczególnych jej kategorii – wykres 23 i tabela 30.

Wykres 23. Średni poziom poszczególnych aspektów przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-5



Źródło: opracowanie własne

Tabela 30. Kształtowanie się średnich wartości poszczególnych kategorii przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-5 w latach 1998-2010

Rodzaje przejrzystości	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
Polityczna	2,1	2,3	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8	3	3	3	3	3	3	+0,9
ekonomiczna	0,3	0,3	0,5	0,5	1	1,4	1,6	2	2	2,1	2,2	2,37	2,37	+2,07
proceduralna	0,7	0,9	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,8	1,9	2,1	2,2	2,5	2,5	+2
prowadzonej polityki	0,3	0,3	0,5	0,8	1,4	1,4	1,7	1,7	1,5	1,6	1,6	1,62	1,62	+1,32
operacyjna	0,5	0,5	0,8	0,8	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,62	1,62	+1,12

Źródło: opracowanie własne

Najmniejszy wzrost zanotowano w obszarze przejrzystości politycznej (+0,9 punktu), co nie dziwi, zważywszy na fakt, iż w całym okresie badawczym banki centralne krajów E-5 charakteryzowały się wysoką przejrzystością polityczną. W tym zakresie dorównały też liderom przejrzystości z grupy banków centralnych państw E-3. Największe zmiany zaobserwowano w ilości udostępnianych informacji z zakresu przejrzystości ekonomicznej¹ i proceduralnej², dzięki udostępnianiu coraz większej ilości danych, wykorzystywanych w procesie podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej (dane makroekonomiczne, modele, prognozy), jak i samego sposobu ich podejmowania (relacje z obrad, wyniki głosowania). Nadal jednak pod względem przejrzystości operacyjnej i prowadzonej polityki - mimo zaobserwowanych modyfikacji ich strategii komunikacyjnych (tj. wzrostu przejrzystości) - banki centralne analizowanych państw środkowoeuropejskich odbiegają od średniego poziomu przejrzystości państw uprzemysłowionych³, które same również nie zdecydowały się na pełną otwartość w tym zakresie⁴.

Tabela 31. Kształtowanie się średnich wartości poszczególnych kategorii przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998-2010

Rodzaje przejrzystości	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Zmiana w pkt 1998-2010
Polityczna	2,66	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	+0,17
ekonomiczna	1,83	2,16	2,33	2,33	3	3	3	3	3	3	3	3	3	+1,17
proceduralna	2,66	2,66	2,66	2,66	3	3	3	3	3	3	3	3	3	+0,34
prowadzonej polityki	1,33	1,83	2	2,16	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	+1,17
operacyjna	1,66	2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,66	2,66	2,66	2,66	+1

Źródło: opracowanie własne

Jak wynika z tabeli 32 i wykresu 24, choć banki centralne krajów E-5 podjęły szereg działań, zmierzających do zwiększenia przejrzystości prowadzonej przez nie polityki pieniężnej, przez co znacznie zmniejszyły dystans oddzielający je w tym zakresie od banków

¹ Średni poziom przejrzystości ekonomicznej państw E-5 w 1998 roku sięgał zaledwie 16% (16,39%) analogicznego poziomu dla krajów E-3, podczas gdy w 2010 roku - 79%.

² Średni poziom przejrzystości proceduralnej państw E-5 w 1998 roku stanowił blisko 1/5 (18,79%) analogicznego poziomu dla krajów E-3, podczas gdy w 2010 roku - ponad 4/5 (83,33%).

³ Średni poziom przejrzystości prowadzonej polityki państw E-5 w 1998 roku stanowił nieco ponad 1/5 (22,55%) analogicznego (również niezadowalającego) poziomu dla krajów E-3, podczas gdy w 2010 roku - sięgał 64,5%; podobna zależność dotyczy ostatniej kategorii przejrzystości: przejrzystość operacyjna krajów E-5 w 1998r. kształtowała się na poziomie 30% analogicznego (i też niskiego) poziomu dla krajów E-3, by wzrosnąć w 2010 r. do 61%.

⁴ Jest to spowodowane głównie brakiem informacji o przyszłym nastawieniu władz monetarnych (Bank Anglii) oraz brakiem analizy wpływu polityki pieniężnej na skuteczność osiągania innych celów makroekonomicznych (Bank Anglii i Nowej Zelandii).

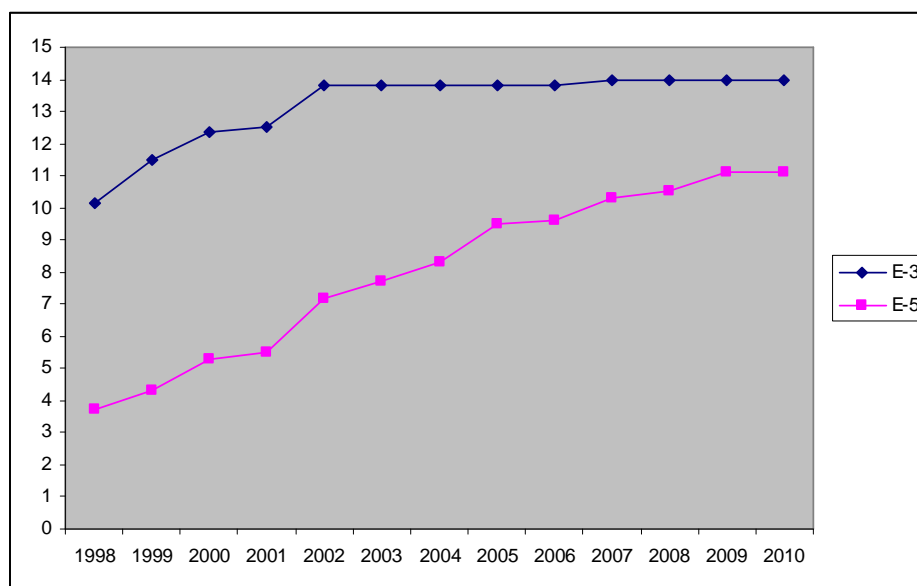
centralnych państw E-3, to jednak nie zdołały im dorównać. W 1998 r. średni poziom przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 stanowił 36,4% poziomu analizowanych państw uprzemysłowionych, podczas gdy w 2010r. – sięgnął 80%. Co ciekawe, kraje Europy Środkowej potrzebowały 10 lat, by osiągnąć ten poziom przejrzystości, którym kraje E-3 charakteryzowały się na początku badanego okresu. Tak duża ostrożność we wprowadzaniu modyfikacji strategii komunikacyjnych banków centralnych krajów E-5 mogła wynikać z wielu różnych powodów: począwszy od braku rozbudowanego aparatu analitycznego, poprzez konieczność wypracowania nowych skutecznych kanałów komunikacji, a na nie do końca rozpoznanych mechanizmach transmisji impulsów monetarnych (i roli przejrzystości w ich usprawnianiu) kończąc.

Tabela 32. Średnia wartość poziomu przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 i E-5 w latach 1998 i 2010

Kraje	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
E-3	10,16	11,5	12,33	12,5	13,83	13,83	13,83	13,83	13,83	14	14	14	14
E-5	3,7	4,3	5,3	5,5	7,2	7,7	8,3	9,5	9,6	10,3	10,5	11,12	11,12

Źródło: opracowanie własne

Wykres 24. Średnia wartość poziomu przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 i E-5 w latach 1998 - 2010



Źródło: opracowanie własne

Poziom przejrzystości polityki pieniężnej w grupie analizowanych państw E-5 również jest mocno zróżnicowany. Najwyższą przejrzystość instytucjonalną osiągnęły w

badanym okresie banki centralne Czech i Węgier⁵ (po 12,5 pkt na 15 możliwych) oraz - nieznacznie niższą – Narodowy Bank Polski (12 pkt). Obawa przed ogłaszaniem przyszłego nastawienia władz monetarnych⁶, brak skrupulatnego wyjaśniania podjętych decyzji (również w przypadkach, gdy decydowano się na zaniechanie jakichkolwiek działań), jak i analizowania przeszłych błędów w prognozach makroekonomicznych, powodują, że banki te nie osiągnęły tego poziomu przejrzystości instytucjonalnej, który charakteryzuje kraje uprzemysłowione.

Narodowy Bank Czech zasługuje na szczególną uwagę ze względu na to, iż zdecydowanie wyróżnia się na tle pozostałych banków centralnych krajów E-5, gdyż z kilkuletnim wyprzedzeniem – w stosunku do pozostałych państw E-5 – zdecydował się na ujawnianie poszczególnych kategorii informacji. Co więcej, jest nie tylko jedynym bankiem centralnym z krajów Europy Środkowej, który zdecydował się na publikację przewidywanej ścieżki stóp procentowych, ale bodaj pierwszym na świecie, który w 2009 roku rozpoczął publikację przewidywanego kursu wymiany między czeską koroną a euro (w postaci wykresu wachlarzowego). Stawia go to w pozycji lidera przejrzystości wśród krajów E-5.

Najniższą przejrzystością polityki pieniężnej w grupie analizowanych państw charakteryzowały się banki centralne Słowacji (8 pkt w 2008 r.) i Rumunii (7,5pkt). I w ich przypadku wśród przyczyn takiego zróżnicowania należy szukać wspomnianych zaniechań w obszarze przejrzystości operacyjnej i prowadzonej polityki, które dotyczyły Polski, Czech i Węgier. Dodatkowo jednak banki te charakteryzowała niechęć do publikacji pełnych danych makroekonomicznych oraz modeli, jak i całkowita nieprzejrzystość dotycząca sposobu podejmowania decyzji przez ich komitety monetarne, co dla centralnego banku Rumunii może oznaczać konieczność modyfikacji strategii komunikacyjnej w kierunku większej otwartości także w dziedzinie przejrzystości ekonomicznej i operacyjnej (oczywiście do czasu, gdy – podobnie jak Narodowy Bank Słowacji – wejdzie w struktury Eurosystemu).

Analiza otrzymanych wyników pozwala również na wyciągnięcie wniosku, iż w okresie badawczym zmieniła się nie tylko jakość komunikacji banków centralnych krajów E-5, ale i jej charakter. W pierwszych latach stosowania przez nie strategii BCI ich komunikacja nakierowana była na przeszłość (dotyczyła głównie opisu warunków z

⁵ Poziom ich przejrzystości pod koniec badanego okresu wynosił 89,28% analogicznego poziomu banków centralnych państw uprzemysłowionych.

⁶ Obawa dotyczy ryzyka błędnej interpretacji przez rynki publikacji nastawienia, jako deklaracji przyszłych działań banku centralnego. Ryzyko to nie wydaje się jednak znajdować potwierdzenia w praktyce banków centralnych krajów uprzemysłowionych ani w badaniach empirycznych. Podobne zarzuty niezrozumienia przez rynek ich warunkowego charakteru stawiano publikacji prognoz stóp procentowych, jednak brak dowodów na materializację tego ryzyka (G. Ferrero, A. Secchi, *The Announcement of Monetary Policy Intentions*, Banca d'Italia Working Paper No. 720, 2009).

przeszłości), co mogło okazać się mało przydatne w podejmowanej przez podmioty próbie trafnego przewidzenia przyszłych działań władz monetarnych. W momencie jednak, gdy w *Raportach o inflacji* banki centralne zaczęły publikować (i komentować) prognozy makroekonomiczne, ich komunikacja nabrała charakteru *forward-looking*, tj. stała się w większym stopniu nakierowana na przyszłość, co nie mogło pozostać bez wpływu na skuteczność tejże komunikacji⁷.

Omawiając wyniki przeprowadzonych badań, nie sposób nie odnieść się do samego narzędzia badawczego.

Należy wyraźnie podkreślić, że zastosowany indeks GE jest narzędziem badającym pewien wycinek rzeczywistości, a nie przejrzystość w sensie absolutnym. Jest to istotne z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, maksymalna wartość wskaźnika – przejrzystość na poziomie 15 punktów – nie oznacza przejrzystości idealnej. Przejrzystość doskonała nie istnieje w praktyce. Można ją co najwyżej rozważać w kategoriach czysto abstrakcyjnych, jako całkowity brak asymetrii informacji pomiędzy bankiem centralnym a otoczeniem gospodarczym. Wprowadzenie jej w życie byłoby nie tylko zadaniem niezwykle trudnym – wręcz niewykonalnym – ze względu na realne ryzyko pojawienia się szumu informacyjnego (problem kakofonii), ale i niekoniecznie pożądanym, co wyjaśniono w rozdziale 2.

Po drugie zaś, komunikacja jest procesem niezwykle złożonym, wielopłaszczyznowym. Na obecnym etapie badań nie wiadomo dokładnie, które informacje i w jakiej formie przekazane przyczyniają się do wzrostu przewidywalności działań banku centralnego, a które nie. Okazuje się, że istnieje cały szereg ważnych (tj. oddziałujących na skuteczność polityki pieniężnej) elementów/form komunikacji banków centralnych z otoczeniem, które powodują zmiany cen aktywów finansowych, a które wskaźnik GE nie obejmuje. Najnowsze badania wskazują na przykład na istotną rolę czynników, takich jak: jakość raportów o inflacji⁸ czy ilość i charakter wypowiedzi członków ciał decyzyjnych

⁷ Tak przynajmniej Czołgała i Kot interpretują brak poprawy zdolności polskich przedsiębiorców do przewidzenia przyszłej inflacji w latach 2001-2005 mimo wzrostu przejrzystości polityki pieniężnej NBP. Dopiero bowiem w latach 2004-2005 komunikacja NBP została nakierowana na przyszłość (A. Czołgała, A. Kot, *Oczekiwania inflacyjne polskich przedsiębiorców*, Gospodarka Narodowa, kwiecień 2007).

⁸ Fracasso i in. udowadniają, że wyższa jakość raportów o inflacji (mierzona w kategoriach kompletności, jasności stylu języka, zawartości informacyjnej, jakości ocen zawartych w raporcie) wraz z zawartymi w nich prognozami pomaga rynkom finansowym przewidywać przyszłe działania banku centralnego. Podobnie Jansen stwierdza, że wyższa jasność przekazu i pisemnej komunikacji (mierzona wskaźnikiem łatwości czytania tekstu, bazującym na takich jego charakterystykach, jak np. długość tekstu) prowadzi do spadku zmienności cen instrumentów finansowych i rynkowych stóp procentowych (A. Fracasso, H. Genberg, Ch. Wypłosz, *How do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks*, Geneva Reports on the World Economy Special Report 2, 2003; D. J. Jansen, *Does the Clarity of Central Bank Communication Affect Volatility in Financial Markets? Evidence from Humprey-Hawkins Testimonies*, Contemporary Economic

(indywidualne czy kolegialne)⁹. Należałoby więc rozważyć rozszerzenie miernika GE o te aspekty komunikacji.

Podobnie zresztą rzecz się ma z szeroko obecnie dyskutowaną w literaturze zasadnością publikowania przyszłej ścieżki stóp procentowych. Niektórzy autorzy są zdania, że komunikowanie przez bank centralny przyszłej ścieżki stóp w sposób jakościowy (gdy w komunikatach regularnie pojawiają się sformułowania dotyczące przyszłego kształtowania się stóp procentowych) lub ilościowy (prognozowanie wartości przyszłych stóp procentowych) zwiększa przewidywalność działań władz monetarnych¹⁰. Praktyka wskazuje, że coraz więcej banków centralnych (w tym np. banki centralne Nowej Zelandii, Norwegii, Szwecji i Czech) podejmuje takie działania, zwiększając stopień otwartości, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w wynikach badań nad ich przejrzystością.

Należy wreszcie zwrócić też uwagę na to, że otrzymane w procesie badawczym wyniki, dotyczące przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-5 w oparciu o wskaźnik GE, mogłyby prowadzić do błędnych wniosków, iż nawet w obliczu kryzysu finansowego z roku 2007 banki centralne nie starały się uspokoić rynków poprzez na przykład intensyfikację działań z zakresu prowadzonej polityki informacyjnej (wskaźnik stopnia ich przejrzystości praktycznie nie uległ zmianie w ostatnich 2-3 latach objętych badaniem). Wydaje się jednak, że myślenie takie byłoby sporym uproszczeniem.

Okazuje się bowiem, że banki centralne na świecie – w tym również państw Europy Środkowej – w ostatnich latach podjęły się wielu działań, które *de facto* zwiększają stopień społecznego zrozumienia procesów zachodzących w polityce pieniężnej i ich wpływu na gospodarkę, a więc zwiększają skuteczność komunikacji między bankiem centralnym a otoczeniem gospodarczym (przejrzystość w ujęciu behawioralnym), których wskaźnik GE – dotyczący prowadzenia polityki pieniężnej *sensu stricto* – nie obejmuje. Należy do nich cały

Policy, 2010 w druku; za: G. Wesołowski, P. Żuk, *Rola komunikacji banku centralnego z otoczeniem*, Biuro Strategii Polityki Pieniężnej NBP, 2011, s. 6.)

⁹ Por. M. Rozkrut, *It's not only WHAT is said, it's also WHO the speaker is. Evaluating the effectiveness of central bank communication*, National Bank of Poland Working Paper No. 47, 2008.

¹⁰ Niektórzy autorzy stwierdzają, że publikacja prognozowanej ścieżki stop procentowych powoduje zmniejszenie średniej zmienności stopy procentowej w dniach posiedzeń ciał decyzyjnych (Por. G. Ferrero, A. Secchi, *The Announcement of Monetary Policy Intentions*, Banca d'Italia Working Paper No. 720, 2009; A. Holmsen, J. Quvigstad, Ø. Røisland, K. Solberg-Johansen K., *Communicating Monetary Policy Intentions: The case of Norges Bank*, Norges Bank Working Paper 20, 2008; za: G. Wesołowski, P. Żuk, *Rola komunikacji...op. cit.* s. 4). Inni wskazują na niską wartość dodaną dla wzrostu efektywności komunikacji polityki pieniężnej wynikającą z publikacji przyszłej ścieżki stóp procentowych w porównaniu z publikacją prognoz makroekonomicznych (M. Brzoza-Brzezina, A. Kot, *The Relativity Theory Revisited: Is Publishing Interest Rate Forecasts Really so Valuable?*, National Bank of Poland Working Paper Nr. 52, 2008).

szereg działań o charakterze informacyjnym, edukacyjnym, a także promocyjnym i wydawniczym.

Banki centralne krajów E-5 zgodnie deklarują zintensyfikowanie kontaktów z mediami. Wszystkie zwiększyły ilość publicznych wystąpień, liczbę konferencji prasowych i częstotliwość komunikatów prasowych. Wszystkie prowadziły kampanię informacyjną dotyczącą perspektyw i konsekwencji wprowadzenia nowej waluty – euro. Większość podejmuje się rozlicznych działań o charakterze edukacyjnym, prowadząc szkolenia, kursy, biblioteki i kampanie informacyjne, skierowane zarówno do szerokiego grona odbiorców, jak i wąskiego kręgu specjalistów¹¹. Standardem już jest zakrojona na szeroką skalę działalność wydawnicza, organizowanie wykładów, konferencji czy tzw. Dni Otwartych. Nie da się przecenić roli witryny internetowej w komunikacji banków centralnych z otoczeniem – jej organizacja (łatwość odnalezienia konkretnych informacji), wygląd (łatwość czytania – czcionka, rozmiar, układ tekstu) i zawartość wpływają na przejrzystość działań instytucji, która nią zarządza.

Zasadne wydaje się zatem stwierdzenie, że tak olbrzymia ilość działań ze strony banków centralnych, która - co potwierdzają wspomniane badania naukowe – przyczynia się do zwiększenia przejrzystości ich działań (skuteczności komunikacji z rynkiem), nie może zostać nieuwzględniona przez miernik, szacujący tę przejrzystość.

Miernik GE oszacowuje stopień przejrzystości instytucjonalnej danego banku centralnego na podstawie danych, publikowanych przez banki centralne w raportach o inflacji, raportach rocznych, programach monetarnych, opisie strategii, komunikatach, często na zakładkach swoich stron internetowych (np. dane statystyczne). Jak wynika z tabeli 33, istnieje cały szereg innych publikacji i inicjatyw, stanowiących niezwykle ważny element strategii komunikacyjnych banków centralnych krajów E-5¹².

Doświadczenia ostatniego kryzysu, zapoczątkowanego na amerykańskim rynku kredytów *subprime*, wskazują na olbrzymią rolę szeroko rozumianej komunikacji banków centralnych z otoczeniem w celu przeciwdziałania destabilizacji rynków. Polityka informacyjna może być też skutecznym instrumentem pobudzającym dyscyplinę rynkową. Większość banków centralnych świata – w tym i krajów E-5 – uznały politykę informacyjną za ważny instrument oddziaływania na system finansowy i wspierania jego stabilności.

¹¹ Z inicjatywy NBP, na przykład, powstał w 2004 r. NBPportal.pl – jedna z największych w Polsce i wciąż unikalna w skali światowej elektroniczna platforma edukacyjna; z kolei NBW założył w 2008 r. *The Budapest School for Central Bank Studies* - instytucję, oferującą intensywne kursy z szeroko pojętej ekonomii dla pracowników banków, urzędów państwowych i doktorantów.

¹² Tendencja ta dotyczy oczywiście również banków centralnych na świecie, nie tylko E-5.

Głównym jej celem jest informowanie podmiotów i innych instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego o wynikach analiz, prowadzonych w banku centralnym i ocenach sytuacji w systemie finansowym, zaś głównym produktem - raporty o stabilności finansowej. W ten sposób banki centralne mogą wysyłać sygnały ostrzegawcze o zagrożeniach dla stabilności finansowej, co daje podmiotom indywidualnym (instytucjom finansowym, przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym) możliwość oceny zagrożeń z perspektywy całego systemu finansowego i stwarza warunki do korekty ich zachowań¹³.

Nawet jeżeli „bogactwo informacji powoduje niedostatek uwag¹⁴”, trudno za nadmiar informacji uznać tak istotne z punktu widzenia skuteczności komunikacji banku centralnego z otoczeniem działania, jak wspomniana publikacja raportów o stabilności i/czy rozwoju systemu finansowego, nadzoru finansowego, wystąpienia publiczne czy wreszcie działalność edukacyjną. Są to elementy, które - zdaniem autorki - rzeczywiście kompleksowy miernik przejrzystości polityki pieniężnej powinien uwzględniać.

Tabela 33. Wybrane działania podejmowane przez banki centralne w celu zwiększenia stopnia społecznego zrozumienia dla procesów zachodzących w polityce pieniężnej

Bank centralny	Podejmowane inicjatywy
NBP	Publikacje regularne: <ul style="list-style-type: none"> • raporty o inflacji (od 1998 r., od 2008 r. – trzy razy w roku), • Raport roczny, • Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej (od 1998 r.), • Sprawozdanie z działalności NBP (od 2000 r.), • Raport o stabilności systemu finansowego (od 2000 r.), • Raport o rozwoju systemu finansowego (od 2002 r.), • raporty na temat sytuacji na krajowym rynku kredytowym (od 2004 r.), • biuletyny i informatory: <i>Biuletyn Informacyjny</i> (od 1999 r.) - miesięcznik, zawierający podstawowe dane, dotyczące ogólnej charakterystyki wyników gospodarczych i finansowych oraz polityki pieniężnej banku centralnego, <i>Informacja wstępna</i> (od 2003 r.) - comiesięczna, skrócona publikacja, zawierająca wstępne dane dotyczące wyników gospodarczych, systemu bankowego oraz bilansu NBP, • publikacje naukowe (<i>Bank i Kredyt, Materiały i Studia</i>), • <i>NBP Working Papers</i>, • komunikaty prasowe, oświadczenia, wypowiedzi podczas konferencji prasowych • dane statystyczne. Publikacje nieregularne: <ul style="list-style-type: none"> • <i>Plan działalności NBP na lata 2010-2012, Strategia polityki pieniężnej po 2003 r., Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003</i>, • <i>NBP 2001-2006, Historia NBP</i>, • <i>Strategia edukacji ekonomicznej Narodowego Banku Polskiego na lata 2010-2012</i>, Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa, 2009, • <i>Działalność edukacyjna Narodowego Banku Polskiego</i>, NBP, Departament

¹³ O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel...*, op. cit., s. 12.

¹⁴H. Simon – laureat Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii w 1978 r. (H. Simon, *Applying Information Technology to Organization Design*, Public Administration Review No. 33, 1973).

Bank centralny	Podejmowane inicjatywy
	<p>Edukacji i Wydawnictw, Warszawa,</p> <ul style="list-style-type: none"> • publikacje dotyczące Unii Europejskiej, członkostwa Polski w Unii i strefie euro, • informacje dot. podejmowanych inicjatyw, typu ESRB (Europejska Rada do spraw Ryzyka Systemowego, Inicjatywa Wiedeńska), • treść przemówień, odczytów, informacje o prowadzonych badaniach i konferencjach, • inne publikacje (np. <i>Rozwój rynku kapitałowego</i> – badania ankietowe, raporty międzynarodowych instytucji finansowych, nadzór bankowy w Polsce i in.). <p>Działalność edukacyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> • projekty z zakresu edukacji ekonomicznej, adresowane do szerokiego kręgu odbiorców, w szczególności do środowisk szkolnych, akademickich, liderów opinii i zaufania społecznego (dziennikarzy, analityków makroekonomicznych, nauczycieli, księży, administracji państwowej, liderów związkowych, prokuratorów i sędziów), • centralna biblioteka NBP, • publikacja dodatków edukacyjnych, • NBPportal.pl (jedna z największych w Polsce i wciąż unikalna w skali światowej ekonomiczna platforma edukacyjna, powstała z inicjatywy NBP w 2004 r.), • program skierowany do uczniów szkół średnich i nauczycieli przedsiębiorczości służące upowszechnieniu tematyki ekonomicznej, zrozumieniu zasad funkcjonowania gospodarki rynkowej, promocji przedsiębiorczości. <p>Inne inicjatywy:</p> <ul style="list-style-type: none"> • coroczna organizacja Dni Otwartych Drzwi w NBP, • coroczny konkurs na najlepszą pracę magisterską, doktorską i habilitacyjną z zakresu nauk ekonomicznych.
NBC	<p>Publikacje regularne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • kwartalne raporty o inflacji (od 1998 r.), • Raport roczny, • Raport o stabilności systemu finansowego (od 2004 r.), • Raport z nadzoru rynków finansowych (<i>Financial market supervision report</i> - od 2007 r.), • Raport z działalności nadzoru bankowego (<i>Report on banking supervision activities</i> - do 2005 r.¹⁵), • Raport z nadzoru czeskiego rynku kapitałowego (<i>Czech capital market report</i> – do 2005 r.), • Raport finansowy (przedstawiany co roku czeskiemu parlamentowi – od 1999 r.), • <i>Global Economic Outlook</i> – miesięczna publikacja wprowadzona w styczniu 2012 r., zawierająca opinie i prognozy instytucji międzynarodowych i wybranych banków centralnych na temat sytuacji w głównych gospodarkach świata (tj., strefie euro, USA i Chinach) • publikacje dotyczące strefy euro i planowanego do niej przystąpienia Republiki Czeskiej, • badania naukowe, • dane statystyczne, • <i>Bank lending survey</i> (od 2012 r. – wyniki badań ankietowych, przeprowadzonych wśród wybranych banków komercyjnych, działających na terenie Republiki Czeskiej), • oświadczenia i komunikaty prasowe, • inne. <p>Publikacje nieregularne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • publikacje naukowe, • treść wystąpień, przemówień, • wywiady, artykuły,

¹⁵ tj. do momentu utworzenia nadzoru zintegrowanego

Bank centralny	Podjęmowane inicjatywy
	<ul style="list-style-type: none"> • broszury na temat monet, • inne. <p>Działalność edukacyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> • biblioteka NBC, • seminaria, warsztaty, sympozja i konferencje (organizowane w specjalnym Centrum Kongresowym), • szkolenia. <p>Inne inicjatywy:</p> <ul style="list-style-type: none"> • organizacja wydarzeń o charakterze kulturowym w Centrum Kongresowym (np. wystawa fotografii, wieczory galowe i in.), • organizacja wystawy <i>People and Money</i> (również w wersji wirtualnej) – 2 stycznia 2002 r.
NBS	<p>Publikacje regularne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Raport roczny (od 1993 r., tj. początku istnienia Republiki Słowackiej), • Biuletyny Miesięczne (<i>NBS Monthly Bulletins</i> – w wersji elektronicznej od 2009 r.), • Raport o stabilności finansowej (<i>Financial Stability Report</i> – 2 razy w roku od 2003 r.), • kwartalny Biuletyn Statystyczny (od października 2011 r.), • Analiza słowackiego sektora finansowego (od 2004 r.), • Analiza makroostrożnościowa (od 2010 r.), • kwartalne prognozy średnioterminowe (od 2005 r.), • BIATEC – publikowany od 1993 r. magazyn bankowy, przeznaczony dla profesjonalistów z branży finansowej, biznesmenów, nauczycieli i studentów ekonomii • publikacje dotyczące euro, • publikacje EBC, • dane statystyczne, • oświadczenia, komunikaty prasowe, • inne. <p>Publikacje nieregularne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Inne analizy słowackiego sektora finansowego (np. Wpływ wprowadzenia euro na słowacki rynek finansowy i in.), • <i>Working Papers</i>, • publikacje tematyczne Departamentu Polityki Pieniężnej, • inne. <p>Działalność edukacyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Instytut Edukacji Bankowej NBS (od 1991 r. organizuje kursy i szkolenia dla pracowników sektora finansowego) • Centralna biblioteka NBS. <p>Inne inicjatywy:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Muzeum monet i medali w Kremnicy.
NBW	<p>Publikacje regularne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • kwartalne raporty o inflacji (w wersji elektronicznej od 2000 r.), • Raport roczny, • Raporty o stabilności systemu finansowego (od 2000 r., początkowo z różną częstotliwością – 1-3 razy w roku, od 2008 r. w okresach półrocznych), • Raport na temat konwergencji (w 2005 r.), zastąpiony w następnych latach analizami procesu konwergencji (<i>Analysis of the Convergence Process</i>),

Bank centralny	Podejmowane inicjatywy
	<ul style="list-style-type: none"> • Biuletyn NBW (od 2006 r.), • <i>Background Studies</i> (2001-2005) – seria publikacji, mających na celu „zwiększenie przejrzystości polityki pieniężnej NBW”¹⁶ (w 2005 r. zastąpiona publikacją <i>Working Papers</i>), • <i>Working Papers</i> (od 2005 r.), • <i>Polityka pieniężna na Węgrzech</i> (czwarte wydanie w 2012 r.), • komunikaty prasowe, oświadczenia, zapis konferencji prasowych, • <i>Public Finance Review</i> (od 2011 r. – opinie i komentarze do budżetu Republiki Węgierskiej), • dane statystyczne. <p>Publikacje nieregularne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Lending Surveys</i> – od 2003 r., wzorowane na praktykach Fed wyniki badań ankietowych, dotyczących rozwoju sytuacji na rynku kredytowym i planowanych w związku z nim strategii kredytowych banków komercyjnych, • publikacje naukowe (<i>Occasional Papers</i>), • treść wykładów i przemówień, • inne publikacje (<i>Polityka pieniężna na Węgrzech 2002, Polityka pieniężna na Węgrzech, Polityka pieniężna na Węgrzech 2012, Transformacja w Narodowym Banku Węgier 1995-2000</i> i in.). <p>Działalność edukacyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> • coroczna publikacja broszury <i>Money talks. Do you understand?</i>, adresowanej i wysyłanej do uczniów i nauczycieli szkół średnich, • Program Edukacji Finansowej – szkolenia i kursy adresowane do uczniów i nauczycieli szkół średnich, • Budapeszteńska Szkoła Studiów o Bankowości Centralnej (<i>Budapest School for Central Bank Studies</i>) – kursy, seminaria, warsztaty, wykłady dla specjalistów z bankowości i doktorantów – od 2008 r. <p>Inne inicjatywy:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dni Otwarte (w maju i sierpniu), • Visitor Centre (wystawy, gry interaktywne, szkolenia on-line)
NBR	<p>Publikacje regularne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • kwartalne raporty o inflacji (od sierpnia 2006 r.; wcześniej, tj. w latach 2002 - 2005 publikowane dwa razy w roku), • Biuletyn Miesięczny (<i>Monthly Bulletins</i>) – od 2001 r., • Raport roczny (od 1998 r.), • Raport o stabilności systemu finansowego (od 2006 r.), • <i>Business Survey</i> (wyniki badań ankietowych, przeprowadzanych wśród przedsiębiorców co miesiąc od 2005 r.) • <i>Bank Lending Survey</i> (wyniki badań ankietowych dot. sytuacji na rynku kredytowym – od 2009 r.), • oświadczenia i komunikaty prasowe, • dane statystyczne. <p>Publikacje nieregularne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • publikacje naukowe, • artykuły, • treść wywiadów i prezentacji, i in. <p>Działalność edukacyjna:</p> <ul style="list-style-type: none"> • biblioteka, • seminaria, sympozja, • szkolenia. <p>Inne inicjatywy:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dni Kultury w NBR (<i>Cultural Days in NBR</i> – dla uczczenia 130-lecia NBR w 2010 r.),

¹⁶ http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben_hattertanulmany/mnben_hattertanulmanyok_en

Bank centralny	Podejmowane inicjatywy
	<ul style="list-style-type: none"> • wystawa dotycząca euro, • Dni Otwarte, • publikacje, konferencje prasowe, seminaria i debaty z okazji obchodów 130-lecia NBR, • Muzeum NBR (wystawy, historia budynku, itp.)

Źródło: opracowanie własne

Zakończenie

Funkcjonowanie instytucji życia publicznego w społeczeństwie demokratycznym wymusza na nich potrzebę otwartości i przejrzystości ich działań. Tendencja ta sięgnęła także banków centralnych - podmiotów, które dysponują instytucjonalnym umocowaniem, aby w imieniu państwa prowadzić politykę pieniężną. Choć równie ważny - nie był to jednak jedyny powód, dla którego w ciągu ostatnich dwudziestu lat banki centralne stały się jednymi z najbardziej przejrzystych podmiotów sektora publicznego.

Waga, jaką przykładają się do wiarygodności – a przez to i do warunkującej ją przejrzystości – w rozważaniach teoretycznych i praktyce bankowości centralnej wynika z powszechnej akceptacji tezy o kluczowej roli oczekiwań inflacyjnych. Oczekiwania określają koszty polityki dezinflacji dla bezrobocia i PKB, a także reakcję gospodarki na przejściowy wzrost inflacji, wynikający z błędów kontroli lub świadomej niespodzianki inflacyjnej. Oznacza to, że bank centralny, mający wpływ na oczekiwania inflacyjne (w ten sposób, że podmioty są przekonane, że będzie prowadził zapowiedzianą politykę), może prowadzić politykę pieniężną skuteczniej i po niższych kosztach.

Banki centralne budują swoją wiarygodność poprzez jasne wypowiadanie się na temat powierzonych im zadań oraz sposobu ich realizacji. Dopóki opinia publiczna jest przekonana, że mają one możliwość i wolę, by realizować powierzone im zadania, oczekiwania cenowe pozostają zakotwiczone. Pomocna jest w tym regularna ocena sytuacji gospodarczej oraz otwarte i realistyczne informowanie przez bank centralny o możliwościach polityki pieniężnej, jak i o jej ograniczeniach. Otwartość w kwestii prowadzonych działań nabiera szczególnego znaczenia w przypadku banków, stosujących strategię BCI, w której przejrzystość stanowi jeden z warunków jej powodzenia. Zasada przejrzystości oznacza, że banki centralne wyjaśniają, jak rozumieją powierzone im obowiązki oraz otwarcie prezentują rynkom i opinii publicznej wszelkie istotne informacje na temat strategii, ocen i decyzji w sprawie prowadzonej polityki, a także na temat stosowanych procedur. Ponadto czynią to w sposób otwarty, jasny i w odpowiednim terminie. Pomaga to rynkom rozpoznać wzór reakcji polityki monetarnej na rozwój sytuacji gospodarczej i wstrząsy gospodarcze, dzięki czemu w perspektywie średnioterminowej posunięcia w zakresie polityki pieniężnej stają się bardziej przewidywalne dla rynków, przez co można dokładniej i efektywniej kształtować oczekiwania rynkowe. Jeśli uczestnicy rynku mogą zasadniczo przewidzieć reakcje banku

centralnego, są w stanie szybko uwzględnić zmiany polityki pieniężnej w zmiennych finansowych. Pozwala to skrócić proces transmisji impulsów polityki pieniężnej na decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne, przyspieszając tym samym niezbędne korekty gospodarcze, co zwiększa skuteczność polityki pieniężnej¹.

Determinacja, by stosować zasadę przejrzystości, narzuca decydentom dyscyplinę, która gwarantuje, że ich decyzje i wyjaśnienia w sprawie prowadzonej polityki będą konsekwentne. Umożliwienie opinii publicznej wglądu w działania z zakresu polityki pieniężnej z jednej strony zachęca organy decyzyjne do jak najlepszego wypełniania udzielonego im mandatu, a z drugiej - umożliwia sprawowanie demokratycznej kontroli nad bankami centralnymi, jako instytucjami, które – osiągnąwszy w ostatnich latach wysoki poziom formalnej i faktycznej niezależności – mają decydujący wpływ na kreowanie warunków funkcjonowania wszystkich pozostałych podmiotów życia gospodarczego.

Opisane w rozprawie badania wyraźnie wskazują, że banki centralne krajów Europy Środkowej doskonale wpisały się w nurt zmian dotyczących bankowości centralnej, zapoczątkowanych jeszcze w latach 70-tych ubiegłego wieku. Zwycięsko przeszły trudy wynikające z transformacji systemowej w ich krajach, jak i konieczności dostosowań regulacji krajowych do wymogów unijnych, a przyjąwszy strategię BCI – wzorem wiodących banków na świecie - wykształciły nowe podejście do komunikacji społecznej. Wynikało to po części z obserwacji działań banków centralnych krajów uprzemysłowionych, a także przyjęcia nowych zadań informacyjnych, stojących przed nimi choćby z tytułu współodpowiedzialności za przyszłe wprowadzenie euro w ich krajach.

Analizowane banki centralne krajów E-5 zgodnie podkreślają rolę i znaczenie przejrzystości w prowadzonej przez nie polityce pieniężnej i uczyniły wiele, aby zwiększyć ilość i jakość udostępnianych informacji. Przyjęte przez nie strategie komunikacyjne doprowadziły jednak do wypracowania przez nie różnych standardów przejrzystości, które ewoluowały w trakcie badanego okresu; żaden też nie respektuje pełnych wymogów stawianych przejrzystemu prowadzeniu polityki pieniężnej². O ile nie budzi zastrzeżeń ich otwartość w zakresie przejrzystości politycznej, czy stosunkowo zadowalający poziom przejrzystości ekonomicznej³, o tyle pod względem przejrzystości prowadzonej polityki czy operacyjnej (banki centralne powinny obok wyjaśnienia, dlaczego nie osiągnęły celu inflacyjnego – jeśli taka sytuacja miała miejsce - wyjaśniać naturę szoków wpływających na

¹ <http://www.ecb.int/ecb/orga/transparency/html/index.pl.html>

² Przy czym należy jeszcze raz zaznaczyć, że w literaturze nie ma zgodności, co do optymalnego poziomu przejrzystości i kwestia ta jest wciąż tematem badań.

³ Wyjątek stanowi Narodowy Bank Rumunii.

gospodarkę i tłumaczyć, skąd wynikają różnice między prognozami a realizacjami zmiennych) zdecydowanie nie dorównują liderom przejrzystości, co sprawia, że mogą to być obszary potencjalnych usprawnień w ich komunikacji z rynkami.

Analizowana grupa środkowoeuropejskich banków centralnych wydaje się też wewnątrznie mocno zróżnicowana. O ile centralny bank Węgier uczynił najwięcej w celu zwiększenia stopnia przejrzystości prowadzonej polityki, dorównując bankowi centralnemu Czech (liderowi przejrzystości w grupie E-5 w całym okresie objętym badaniem), o tyle przed Narodowym Bankiem Rumunii – jest jeszcze sporo wyzwań w tym zakresie.

Przeprowadzone badania wskazują na istniejący deficyt przejrzystości polityki pieniężnej oraz operacyjnej krajów E-5⁴. Czynniki te można określić mianem barier przejrzystości, leżących po stronie banku centralnego. Jednocześnie docenić należy działania banków centralnych, zmierzające do usunięcia ‘barier’, leżących niejako po stronie uczestników życia gospodarczego, pamiętając o całym szeregu dodatkowych działań, jakich – wzorem innych banków centralnych – podejmują się i banki centralne analizowanych państw Europy Środkowej. Jest to tym bardziej istotne, że banki centralne krajów E-5 nie mogą się pochwalić tak dużym doświadczeniem w regulowaniu procesów gospodarczych, jak ich odpowiednicy w krajach E-3, co skutkuje np. słabszym rozpoznaniem mechanizmu transmisji impulsów monetarnych do sfery realnej zarówno przez sam bank, jak i otoczenie gospodarcze. Prowadzone przez banki centralne działania informacyjne obejmują zarówno te, które są przeznaczone dla wąskich grup odbiorców zewnętrznych (kontakty z mediami w formie komunikatów prasowych i konferencji, rozliczne publikacje, tworzenie centralnych bibliotek), jak i te adresowane do szeroko pojętej opinii publicznej (kampanie informacyjne, organizowanie Dni Otwartych, rozbudowa stron internetowych, działania o charakterze edukacyjnym). Wszystkie mają na celu poprawę relacji i stopnia zrozumienia pomiędzy instytucjami, na barkach których spoczywa ciężar odpowiedzialności za prowadzenie polityki pieniężnej, a otoczeniem gospodarczym tak, aby obydwie strony komunikacji cechowała – wg definicji Winklera⁵ – „jednolitość pojmowania” (*common understanding*). Jednakowe rozumienie i interpretowanie informacji i procesów stanowi bowiem warunek skutecznej komunikacji, która jest celem przejrzystości i umożliwia prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej. Wskazuje to na konieczność rozszerzenia miernika przejrzystości instytucjonalnej polityki pieniężnej także o wspomniane wyżej formy ich komunikacji z rynkami, jako

⁴ W przypadku Rumunii również ekonomicznej i proceduralnej.

⁵ B. Winkler, *Which kind of transparency?...*, op. cit., s. 10.

warunek uzyskania pełnego obrazu podejmowanych przez nie działań w zakresie stosowanej polityki informacyjnej.

Otwartość polityki jako kategoria jakościowa jest trudno mierzalna, a prace nad jej znaczeniem w polityce pieniężnej znajdują się w bardzo wczesnym stadium. Nie ma zgodności, co do optymalnego poziomu przejrzystości w danych uwarunkowaniach gospodarki. Nie wiadomo, jaki konkretnie jest wpływ poszczególnych kategorii przejrzystości polityki pieniężnej na jej skuteczność, ani jakiego rodzaju komunikaty (w jakiej formie i przy jakiej częstotliwości) wpływają na zmiany instrumentów finansowych (a więc pozwalają kształtować oczekiwania uczestników rynku), a które mają znaczenie marginalne, czy stanowią wręcz głównie źródło szumu informacyjnego. Jeszcze trudniej jest ustalić, jak poszczególne kategorie informacji są odbierane i interpretowane przez poszczególnych uczestników rynku i jakie ma to znaczenie dla skuteczności polityki pieniężnej.

Wszystkie te wątpliwości wyznaczają obszary dalszych potencjalnych badań nad znaczeniem przejrzystości w polityce pieniężnej, z którymi w najbliższym czasie przyjdzie się zmierzyć praktykom i teoretykom bankowości centralnej. Na obecnym etapie wiedzy, bowiem, przejrzystość polityki pieniężnej wydaje się być tą koncepcją, która – jeśli nie warunkuje – to z pewnością pomaga w prowadzeniu dobrej⁶ polityki pieniężnej.

⁶ Wyjaśnienie, co autorka rozumie przez ‘dobrą’ politykę pieniężną zostało zawarte we wstępie rozprawy.

Bibliografia

Pozycje zwarte

1. Baka W., *Bankowość europejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
2. *Bankowość. Podręcznik akademicki*, red. W. Jaworski, Z. Zawadzka, Poltext, Warszawa 2001.
3. *Bankowość wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, R. Wierzba, CeDeWu, Warszawa 2003.
4. Blinder A., *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa 2001.
5. Brzoza-Brzezina M., *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
6. Capie F., Goodhart C., Fisher S, Schnadt N, *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, Cambridge 1994.
7. Cendal M, *Instrumenty polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2008.
8. Gronkiewicz-Waltz H., *Bank centralny – od gospodarki planowej do rynkowej*, Olympus, Warszawa 1994.
9. Kokoszczyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004.
10. Mackiewicz - Łyziak J., *Wiarygodność banku centralnego*, Difin, Warszawa, 2010.
11. Miszkin F, S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
12. *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, red. L. Mahadeva, G. Sterne, Routledge, Londyn 2000.
13. Musielak – Linkowska M., *Cel inflacyjny w Polsce. Założenia i realizacja*, CeDeWu, Warszawa 2007.
14. *Narodowy Bank Polski 2001-2006*, NBP, Warszawa, 2007.
15. Musielak – Linkowska, M., *Strategie polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa, 2008.
16. Pietrucha J., *Ramy instytucjonalne polityki pieniężnej – teoria i pomiar*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2008.
17. *Polityka gospodarcza*, red. B. Winiarski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
18. *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.
19. Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna Bułgarii i Rumunii w kontekście członkostwa w UE*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska – Kapuścińska, Difin, Warszawa 2010.
20. Przybylska-Kapuścińska W., *Istota i cele polityki pieniężnej*, w: *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2008.
21. Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji przez inflację do integracji*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007.
22. Pyka I., *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010.
23. Schaal P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996.

24. Skopowski M., Wiśniewski M., *Współczesna polityka pieniężna – instrumenty*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.
25. Sławiński A., *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
26. *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009.
27. Szpunar P., *Polityka pieniężna – Cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
28. Szyszko M., *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
29. Wojtyna A., *Szkice o niezależności banku centralnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
30. Wojtyna A., *Szkice o polityce pieniężnej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004.
31. *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2008.
32. Ziarko-Siwiek U., *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005.

Pozycje artykułowe

33. Barro R. J., Gordon D. B., *A positive theory of monetary policy in a natural rate model*, "Journal of Political Economy" 91 (4), 589-610, 1983.
34. Berardi M., Duffy J., *The Value of Central Bank Transparency when the Agents are learning*, NBP Conference Papers, May 2005.
35. Bernanke B., Mishkin F. S., *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy*, "NBER Working Paper, No. 5893, Cambridge (Ma.), 1997.
36. Bernanke B. S., Gertler M., *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, 1999.
37. Bini-Smaghi L., *Conventional and unconventional monetary policy*, Keynote lecture at the International Centre for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009.
38. Bini – Smaghi L., Gros D., *Is the ECB sufficiently Accountable and Transparent?*, CEPS Working Document No. 169, 2001.
39. Blackburn K., Christensen M., *Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence*, "Journal of Economic Literature" 1989, Vol. XXVII.
40. Blinder A. S., Ehrmann M., Fratzscher M., de Haan J., Fansen D. J., *Central Bank Communication and Monetary Policy: A survey of theory and evidence*, "NBER Working Paper 2008", No. 13932.
41. Blinder A., *Central Bank Credibility: Why do we care? How do we build it?*, NBER Working Paper 7901, 1999.
42. Blinder A., *Central Banking in Democracy*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly”, 1996.
43. Blinder A., Goodhart C., Hildebrand P., Lipton D., Wyplosz C., *How do central bank talk?*, Geneva Report on the World Economy, 3, 2001.
44. Borio C., Disyatat P., *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers No 292, November 2009
45. Briault C., Haldane A., King M., *Independence and Accountability*, Bank of England Working Paper 1996.

46. Brzoza-Brzezina M., Kot A., *The Relativity Theory Revisited: Is Publishing Interest Rate Forecasts Really so Valuable?*, NBP Working Paper 52, 2008.
47. *Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej. Szansa czy zagrożenie dla Polski*, Zeszyt BRE Bank – CASE nr 88/2007.
48. Carpenter S., *Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers?*, Federal Reserve Board Working Paper, April 2004.
49. Cecchetti S. C., Krause S., *Central bank structure, policy efficiency and macroeconomic performance: exploring empirical relationships*, “Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, 2001.
50. Chortareas G., Stasavage D., Sterne G., *Does monetary policy reduce disinflation costs?*, “The Manchester School” Vol. 71 (5), 521-540, 2002.
51. Chortareas G., Stasavage D., Sterne G., *Does It Pay To Be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/ August 2002.
52. Chortareas G., Stasavage D., Sterne G., *Does Monetary Policy Reduce Disinflation Costs?*, “The Manchester School”, Vol. 71, 2003.
53. Ciżkowicz M., *Zmiany w strategii Banku Japonii w 2012*, NBP, 1 sierpnia 2012.
54. Clarida R., Gali J., Gertler M., *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*, NBER Working Paper 7147, May 1999.
55. Crowe C., Meade E. E., *Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness*, IMF Working Paper 08/119, 2008.
56. Cukierman A., *Accountability, credibility, transparency and stabilization policy in the Eurosystem*, Tel Aviv University Papers, 2000-4, 2000.
57. Cukierman A., *Central bank strategy, credibility, and independence*, Cambridge 1992, MIT Press.
58. Cukierman A., *Establishing a Reputation for Dependability by Means of Inflation Targets*, in: Mahadeva L., Sterne G. (eds.), *Monetary Frameworks in a Global Context*, Routledge, Londyn 2000.
59. Cukierman A., *The Economics of Central Banking*, The Sackler Institute for Economic Studies Working Paper 1996, No. 36-96.
60. Cukierman A., *The Limits of Transparency*, December 2005; presented at the session on “Monetary Policy, Transparency and Effectiveness” at the January 2006 Meeting of the American Economic Association.
61. Cukierman A., Meltzer H., *A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information*, “Econometrica” 1986, Vol. 4, No. 5.
62. Cukierman A., Webb S. B., Neyapti B., *Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes*, World Bank Economic Review, vol. 6, 1992.
63. Cybulski L., *Regulowanie dochodów i cen*, w: *Polityka gospodarcza*, red. B. Winiarski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002
64. Czołgała A., Kot A., *Oczekiwania inflacyjne polskich przedsiębiorców*, Gospodarka Narodowa, kwiecień 2007.
65. *Dobre chęci to nie wszystko*, red. M. Reluga, „Makroskop” nr 12/2005, 2005. <http://skarb.bzwbk.pl/11356>
66. Dincer N., Eichengreen B., *Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects?*, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 13003, 2007.

67. Doman M., Doman R., *Przejrzystość polityki pieniężnej a dynamika stóp procentowych*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009.
68. Eijffinger S. C. W., Geraats P. M., *How transparent are central banks?*, CEPR Discussion Paper No 3188, 2002.
69. Eijffinger S. C. W., Hoerberichts M., *Central Bank Accountability and Transparency: Theory and some Evidence*, Discussion Paper No. 6/2000, Deutsche Bundesbank, 2000.
70. Eijffinger S., Hoerberichts M., *Accountability and Transparency: Theory and Evidence*, Economic Research Centre of the Bundesbank, Discussion Paper No. 6, 2000.
71. Eijffinger S. C., Geraats, P. M., *How transparent are central banks?*, "European Journal of Political Economy" 22 (1) 2006.
72. Faust J., Svensson L. E. O., *The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy*, "Journal of Money, Credit and Banking" 2002, Vol. 34.
73. Ferrero G., Secchi A., *The Announcement of Monetary Policy Intentions*, Banca d'Italia Working Paper No. 720, 2009.
74. Ferrero G., Secchi A., *The Announcement of Future Policy Intentions*, w druku w "Temi di Discussione", Bank of Italy, 2007.
75. Fracasso A., Genberg H., Wypłoz Ch., *How do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks*, Geneva Reports on the World Economy Special Report 2, 2003.
76. Ch. Freedman, D. Laxton, *Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability*, IMF Working Paper, December 2009.
77. Fry M., Julius A., Mahadeva L., Roger S., Sterne G., *Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework*, w: *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, red. L. Mahadeva, G. Sterne, Routledge, Londyn 2000.
78. Geraats P. M., *Central Bank Transparency*, Economic Journal 112 (483), F532-F565, 2002.
79. Geraats P. M., *Transparency and Reputation: Should the ECB publish its Inflation Forecast?*, Conference on Monetary Policy Making Under Uncertainty, ECB, CFS, Frankfurt nad Menem, 1999.
80. Geraats P. M., *Transparency in Monetary Policy: Does the Institutional Framework Matter?* University of Cambridge, Spring Seminar, 2002. <http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/geraats/tpinde.pdf>
81. Geraats P. M., *Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice*, "CeSifo Economic Studies" 2006, Vol. 52, No. 1.
82. Geraats P. M., *Trends in Monetary Policy Transparency*, CESIFO Working Paper No. 2584, March 2009.
83. Gersbach H., *On the Negative Social Value of Central Bank Transparency*, „Economics of Governance”, 2003, Vol. 4.
84. Goodfriend M., *Monetary mystique: secrecy and central banking*, "Journal of Monetary Economics", No. 17, 1986.
85. Goodhart C. A. E., *Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review (July/August): 165-181, 2001.
86. de Haan J., Amtenbrink F., *A Non-Transparent European Central Bank? Who is to Blame?*, University of Groningen 2002.

87. de Haan J., Amtenbrink F., Eijffinger S., *Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification*, Tilburg University, Centre for Economic Research Discussion Paper No. 9854, 1998.
88. de Haan J., Eijffinger S., Rybiński K., *Central Bank Transparency and Central Bank Communication: Editorial Introduction*, "European Journal of Political Economy" 2007, Vol. 23.
89. Hahn V., *Transparency in monetary policy: a survey*, w: IFO Studien, Jg.48, Nr 3, 2002.
90. Haldane A. G., Read V., *Monetary policy surprises and the yield curve*, Bank of England, Working Paper No. 106, 2000.
91. Hammond G., *State of art of inflation targeting*, CCBS Handbook Nr 29, Bank of England, 2012.
92. Hayek F. A., *The Paradox of Saving*, "Economica", nr 32, 1931.
93. Holmsen A., Quvigstad J., Røisland Ø., Solberg-Johansen K., *Communicating Monetary Policy Intentions: The case of Norges Bank*, Norges Bank Working Paper 20, 2008.
94. Hoover D. K., Jordá O., *Measuring Systematic Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 2001.
95. Houben A. C., *The Evolution of Monetary Policy Strategies in Europe*, Financial and Monetary Policy Studies, Vol. 34, Kluwer, Boston 2000.
96. Ignaszak M., *Nowe wyzwania polityki pieniężnej*, Gazeta Trend.pl, 21 grudnia 2010.
97. Issing O., Gaspar V., Angeloni I., Tristani O., *Monetary Policy in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge 2001.
98. Issing O., *The Eurosystem: Transparent and Accountable, or „Willem in Euroland”*, "Journal of Common Market Studies" 1999, nr 3.
99. Iwanicz-Drozdowska M., *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie*, Bank i Kredyt 2007 nr 1.
100. Jakab M., Kovvacs M.A., Parkanyi B., Reppa Z., Wadas G., *The Hungarian Quarterly Projection Model – N.E.M.*, MNB Working Paper, 2004.
101. Janc A., *Banki centralne w dobie kryzysu. Czy dysponujemy już naukową refleksją na ten temat*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2010.
102. Jansen D. J., *Does the Clarity of Central Bank Communication Affect Volatility in Financial Markets? Evidence from Humprey-Hawkins Testimonies*, Contemporary Economic Policy, 2010.
103. Jarmużek M., Orłowski L. T., Radziwił A., *Monetary Policy Transparency in The Inflation Targeting Countries: the Czech Republic, Hungary and Poland*, „CASE Studia i Analizy” nr 281, 2004.
104. Jensen H., *Optimal Degree of Transparency in Monetary Policymaking*, "Scandinavian Journal of Economics" 2002, Vol. 104.
105. Kałuzińska V., *Bank centralny wobec kwestii stabilności systemu finansowego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, Zeszyt 1/2009, Poznań 2009.
106. Kałuzińska V., *Przejrzystość w polityce banku centralnego*, Zeszyty Studiów Doktoranckich, nr 40, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2008.
107. Kaufman H., *The Financial Crisis: Causes and Remedies*, Keynote address delivered before The Global Independence Center and Drexel University's LeBow College of Business 26th Annual Monetary and Trade Conference, Philadelphia, April 18, 2008

108. Keleher R. E., *Transparency and Federal Reserve Monetary Policy*, Joint Economic Committee Study, November 1997.
109. Kiedrowska M., Marszałek P., *Bank centralny i stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt”, czerwiec 2003.
110. Kiedrowska M., Marszałek P., *Jakościowe aspekty polityki gospodarczej jako przesłanka koordynacji działań władz monetarnych i fiskalnych*, w: *Bankowość wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, R. Wierzba, CeDeWu, Warszawa 2003.
111. King M., *The MPC Ten Years On*, wykład dla Society of Business Economists, 2 maja 2007.
112. Kokoszcyński R., Stopyra J., *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 6.
113. Kowalak M., *Jakościowe aspekty polityki współczesnego banku centralnego*, „Bankowość Centralna od A do Z”, Bank i Kredyt nr 3, Narodowy Bank Polski, 2006.
114. Kuttner K. N., *Monetary policy surprises and interest rates: evidence from the Fed funds futures market*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 99, 2000.
115. Kydland F., Prescott N., *Rules rather than Discretion: The inconsistency of optimal plans*, “Journal of Political Economy” 1977, Vol. 8.
116. Lange J., Sack B., Whitesell W., *Anticipations of Monetary Policy in Financial Markets*, “Journal of Money, Credit and Banking” 35 (6), 889-909, 2003.
117. Laxton O., N’Diaye P., *Monetary Policy Credibility and the Unemployment-Inflation Trade-Off: Some Evidence from Seventeen OECD Countries*, IMF Working Paper 02/220, December 2002.
118. Leszczyńska C., *Zarys historii polskiej bankowości centralnej*, NBP, Warszawa, 2010.
119. Levin A. T., Natalucci F. M., Piger J. M., *The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 86 (4), 51-80, 2004.
120. Łyziak T., Mackiewicz J., Stanisławska E., *Central Bank transparency and Credibility: The Case of Poland 1998-2004*, „European Journal of Political Economy”, Vol. 23, 2007.
121. Mishkin F. C., *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, Reserve Bank of Australia, Conference Papers “The Future of Inflation Targeting”, 9-10 August 2004.
122. Morris S., Shin H., *Social Value of Public Information*, „American Economic Review” 2002, Vol. 92.
123. Neumann M. J. M., *Transparency in monetary policy*, AEJ, Vol. 30, No. 4, December 2002.
124. Oręziak L., *Bank Anglii jako bank centralny Wielkiej Brytanii*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 8.
125. Padoa – Schioppa T., *Central Banks and Financial Stability*, European Central Bank, Speech in Jakarta, July 2003.
126. Pearlman J., *Central Bank Transparency and Private Information in a Dynamic Macroeconomic Model*, ECB Working Paper No. 455, 2005.
127. Peem J., Rosengren E. S., Tootell G. M. B., *Is bank supervision central to central banking?*, Federal Reserve of Boston, Working Paper No. 99-7, 1999.
128. Perrier P., Amano R., *Credibility and Monetary Policy*, Bank of Kanada Review, Spring 2000.
129. Pietrzak B., *O uwarunkowaniach i skali zaangażowania Narodowego Banku Polskiego w stabilizację systemu bankowego w okresie kryzysu*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2010.

130. Polański Z., *Poland and the European Union: The Monetary Policy Dimension. Monetary Policy before Poland's Accession to the European Union*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 5.
131. Polański Z., *Wiarygodność banku centralnego a cele polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 1998.
132. Posen A., *Six Practical Views of Central Bank Transparency*, Institute for International Economics, 2002.
133. Przybylska-Kapuścińska W., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, wkładka edukacyjna, „Bank i Kredyt”, 2006, nr 4.
134. Ratajczak M., *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009.
135. Romer Ch, D., Romer D. H., *Federal Reserve information and the behavior of interest rates*, NBER Working Paper Series No. 5692, 1996.
136. Rozkrut M., *It's not only WHAT is said , it's also WHO the speaker is. Evaluating the effectiveness of central bank communication*, National Bank of Poland Working Paper No. 47, 2008.
137. Rudebusch G. D., *Publishing Central Bank Interest Rate Forecasts*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2008.
138. Rudebusch G. D., Williams J. C., *Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Interest Rate Projections*, Working Paper nr 31, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2006.
139. Schaling E., Nolan C., *Monetary policy uncertainty and inflation: The role of central bank accountability*, *The Economist* 146 (4), 1998.
140. Sibert A. C., *Is Central Bank Transparency Desirable?*, Conference Papers, 20 April 2005.
141. Siklos P. L., *Monetary Policy Transparency, Public Commentary, and Market Perceptions about Monetary Policy in Canada*, Discussion Paper No. 8/2000, Deutsche Bundesbank, 2000.
142. Siklos P. L., *Central Bank Transparency: Another Look*, CAMA Working Paper 23/2010, The Australian National University, August 2010.
143. Sławiński A., *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska – Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009.
144. Simon H., *Applying Information Technology to Organization Design*, Public Administration Review No. 33, 1973.
145. Solans E. D., *Commentary*, w: *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 24-26 August 2000.
146. Sorensen J. R., *Political uncertainty and macroeconomic performance*, *Economic Letters*, 37: 377-381, 1991.
147. Sotomska-Krzysztofik P., Szczepańska O., *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, Materiały i Studia, Zeszyt Nr 200, Narodowy Bank Polski, Warszawa, styczeń 2006.
148. Sotomska-Krzysztofik P., Szczepańska O., *Przejrzystość banków centralnych we wspieraniu stabilności finansowej*, „Bank i Kredyt”, grudzień 2006.
149. Stasavage D., *Transparency, Democratic Accountability, and the Economic Consequences of Monetary Institutions*, *American Journal of Political Science*, Volume 47, Issue 3, July 2003.
150. Svensson L. E. O., *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, NBER Working Paper No. 6790, November 1998.

151. Svensson L.E.O., *Inflation targeting in an open economy: Strict or flexible inflation targeting?*, Working Paper No. G97/8, Reserve Bank of New Zealand, Wellington 1997.
152. Swanson E. T., *Federal reserve transparency and financial market forecasts of short-term interest rates*, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Finance and Economics Discussion Series: 2004-06, 2004.
153. Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia” 2004, Zeszyt nr 179.
154. Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A., *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, „Materiały i Studia” 2004, Zeszyt nr 173.
155. Szeląg K., *Strategia jednolitej polityki w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, „Materiały i Studia” 2003, Zeszyt nr 162.
156. Tarkka J., Mayes D., *The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts*, Bank of Finland Discussion Paper 22/99, 1999.
157. Taylor J. B., *Commentary*, w: *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 26-28 August 1999.
158. Thornton D. L., *Monetary Policy Transparency: Transparent about what?*, Working Paper 2002-028 B, Federal Reserve Bank of ST. Louis, 2002.
159. Tymoczko D., *Działania banków centralnych w czasie kryzysu*, Zeszyty BRE-CASE, nr 111, Warszawa 2010.
160. Weber A., *How should central banks signal their intentions regarding future interest rates?*, prezentacja na konferencji CFS "The ECB and its watchers IX", wrzesień 2007.
161. Wesołowski G., Żuk P., *Rola komunikacji banku centralnego z otoczeniem*, Biuro Strategii Polityki Pieniężnej NBP, 2011.
162. Wilczyński W., *Makro- i mikroekonomiczne uwarunkowania wyborów w polityce pieniężnej*, „Bank i Kredyt”, 1996, nr 6.
163. Winkler B., *Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making*, ECB Working Paper No 26, August 2000.
164. Wojtyła A., *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 78.
165. Woodford M., *Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy*, St. Louis 2003.
166. Zieliński J., *Transparency of Monetary Policy in Poland: Yield Curve Responses to Changes in Official Interest Rates*, National Bank of Poland, 2001.

Akty prawne

1. Act LVIII of 2001 on the *Magyar Nemzeti Bank*, Bill T/12192, as amended.
2. Act on *National Bank of Slovakia*, nr 566/1992 Coll., as amended.
3. Act on the *Czech National Bank*, nr 6/1993 Coll., as amended.
4. Act on the *National Bank of Romania*, Law No. 312/June, 2004.
5. *Bank of England Act 1998*, Chapter 11, <http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/1998act.pdf> z dnia 30.10.2011 r.

6. *Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority*, <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/mou.pdf> z dnia 30.10.2011 r.
7. Ustawa o Komitecie Stabilności Finansowej z dnia 7 listopada 2008 r.
8. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (stan prawny na dzień 30 grudnia 2010).
9. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (stan prawny na dzień 14 lipca 2011 r.)

Materiały źródłowe

1. *Annual Reports* (1998-2010), Bank of England.
2. *Annual Reports*, (1998-2010), NBC.
3. *Annual Reports*, (1998-2010), NBH.
4. *Annual Reports*, (1998-2010), NBS.
5. *Annual Reports*, (1998-2010), NBP.
6. *Annual Reports*, (1998-2010), NBR.
7. *Annual Reports*, (1998-2010), Sveriges Riksbank
8. *Annual Reports*, (1998-2010), RBNZ.
9. *CNB Monetary Strategy document*, NBC.
10. *The Czech Republic's integration into the EU – monetary and economic Policy*, NBC, 2006.
11. *Europejski Bank Centralny. Eurosystem. Europejski System Banków Centralnych*, EBC, kwiecień 2008.
12. *Europejski System Banków Centralnych*, NBP, Warszawa 2004.
13. *Inflation Reports* (1998-2010), Bank of England.
14. *Inflation Reports*, (1998-2010), NBC.
15. *Inflation Reports*, (1998-2010), NBH.
16. *Inflation Reports*, (1998-2010), NBP.
17. *Inflation Reports*, (1998-2010), NBR.
18. *Inflation Reports*, (1998-2010), Sveriges Riksbank
19. *Inflation Reports*, (1998-2010), RBNZ.
20. *The History of The Reserve Bank of New Zealand*, RBNZ, Wellington 2009.
21. *Monetary Policy Guidelines*, NBH, 2000.
22. *Monetary Policy in Hungary*, NBH, 2012.
23. *Monetary Policy in Hungary*, NBH, 2000.
24. *Monetary Policy in Hungary*, NBH, 2002.
25. *Monetary Policy in Sweden*, Sveriges Riksbank, Stockholm, 2010.
26. *The Monetary Policy of the ECB*, ECB, 2004.
27. *The Monetary Programme of the NBS (2001-2008)*
28. *Monetary Programme of the NBS until the year 2008*.
29. *Monetary Programme for 2004 and Outlook for 2005-2007*, NBS.
30. *Monetary Programme for 2003 and Outlook for 2004-2006*, NBS.
31. *Monetary Programme for 2002*, NBS.
32. *Monetary Programme for 2001*, NBS.

33. *Program konwergencji dla Republiki Słowackiej na lata 2004-2010.*
34. *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa 2005.
35. *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, luty 2003.
36. *System bankowy w Polsce w latach dziewięćdziesiątych*, NBP, Warszawa 2001.
37. *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, wrzesień 1998.
38. *Updated Monetary Programme for 2004*, NBS.
39. *Updated Monetary Programme for 2002*, NBS.
40. *Updated Monetary Programme for 2001*, NBS.

Strony internetowe

<http://www.bis.org>

<http://www.bankofengland.co.uk>

<http://www.bnro.ro>

<http://www.cnb.cz>

<http://www.ecb.int>

<http://english.mnb.hu>

<http://www.imf.org>

<http://isap.sejm.gov.pl>

<http://www.nbp.pl>

<http://www.nbs.sk/en>

<http://www.riksbank.se/en>

<http://www.rbnz.govt.nz>

<http://www.ssrn.co>

Spis tabel

Tabela 1. Zróżnicowanie celów polityki pieniężnej	17
Tabela 2. Wybrane definicje i cechy przejrzystości polityki pieniężnej.....	40
Tabela 3. Determinanty przejrzystości polityki pieniężnej.....	51
Tabela 4. Zestawienie najczęściej przytaczanych argumentów za i przeciwko przejrzystości polityki banku centralnego.	58
Tabela 5. Wskaźnik przejrzystości Siklosa (2002).....	79
Tabela 6. Wskaźnik przejrzystości Stasavage'a (2003).....	80
Tabela 7. Miernik przejrzystości de Haana i Amtenbrinka (2003).....	81
Tabela 8. Wskaźnik przejrzystości Fry'a i innych.....	83
Tabela 9. Wskaźnik przejrzystości Sotomskiej-Krzysztofik i Szczepańskiej.....	85
Tabela 10. Wskaźnik przejrzystości S. Eijffingera i P. Geraats	86
Tabela 11. Charakterystyka strategii BCI w krajach E-3 (stan na 2012r.)	98
Tabela 12. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010	106
Tabela 13. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010	107
Tabela 14. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010	108
Tabela 15. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010.....	109
Tabela 16. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 i 2010	111
Tabela 17. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998 i 2010.....	112
Tabela 18. Średnia nieważona wartość wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998 i 2010.....	113
Tabela 19. Charakterystyka strategii BCI w krajach E-5 (stan na 2012r.)	126
Tabela 20. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 – 2010	132
Tabela 21. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-3 oraz E-5 w latach 1998 - 2010.....	134
Tabela 22. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010	136
Tabela 23. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-3 oraz E-5 w latach 1998 - 2010.....	138
Tabela 24. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010	139
Tabela 25. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-3 oraz E-5 w latach 1998 - 2010.....	141
Tabela 26. Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010.....	142

Tabela 27. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-3 oraz E-5 w latach 1998 - 2010	144
Tabela 28. Kształtowanie się wartości wskaźnika operacyjnej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010.....	145
Tabela 29. Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-5 oraz E-3 w latach 1998 – 2010	147
Tabela 30. Kształtowanie się średnich wartości poszczególnych kategorii przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-5 w latach 1998-2010	149
Tabela 31. Kształtowanie się średnich wartości poszczególnych kategorii przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998-2010	150
Tabela 32. Średnia wartość poziomu przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 i E-5 w latach 1998 i 2010	151
Tabela 33. Wybrane działania podejmowane przez banki centralne w celu zwiększenia stopnia społecznego zrozumienia dla procesów zachodzących w polityce pieniężnej	156

Spis schematów

Schemat 1. Strategie polityki pieniężnej w zależności od sposobu realizacji wyznaczonych celów.....	24
Schemat 2. Polityka pieniężna i komunikacja	42
Schemat 3. Rodzaje przejrzystości a etapy procesu decyzyjnego w polityce pieniężnej	44
Schemat 4. Jakościowe ramy polityki pieniężnej	66

Spis wykresów

Wykres 1.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 – 2010.....	106
Wykres 2.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 – 2010.....	107
Wykres 3.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 - 2010	108
Wykres 4.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 – 2010.....	110
Wykres 5.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-3 w latach 1998 – 2010.....	111
Wykres 6.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998 i 2010	112
Wykres 7.	Kształtowanie się średniego poziomu przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 w latach 1998-2010.....	113
Wykres 8.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010	133
Wykres 9.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010.....	134
Wykres 10.	Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości politycznej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 - 2010.....	135
Wykres 11.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010.....	137
Wykres 12.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010.....	137
Wykres 13.	Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości ekonomicznej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 - 2010.....	138
Wykres 14.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 – 2010.....	140
Wykres 15.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010.....	140
Wykres 16.	Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości proceduralnej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 - 2010.....	141
Wykres 17.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010.....	143
Wykres 18.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010.....	143
Wykres 19.	Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości prowadzonej polityki banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 - 2010	144
Wykres 20.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-5 w latach 1998 - 2010	145
Wykres 21.	Kształtowanie się wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 i 2010.....	146

Wykres 22.	Kształtowanie się średniej wartości wskaźnika przejrzystości operacyjnej banków centralnych krajów E-5 i E-3 w latach 1998 – 2010	147
Wykres 23.	Średni poziom poszczególnych aspektów przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-5	149
Wykres 24.	Średnia wartość poziomu przejrzystości polityki pieniężnej krajów E-3 i E-5 w latach 1998 - 2010	151