

# Bank centralny i stabilność finansowa\*

Magdalena Kiedrowska, Paweł Marszałek

## Wstęp

W latach 90. minionego stulecia przemiany w gospodarce światowej oraz przeobrażenia w systemie finansowym wyraźnie się nasiliły. Wiązało się to przede wszystkim z procesami liberalizacji, deregulacji, integracji i globalizacji oraz z postępem technologicznym. Przemiany te oraz liczne kryzysy finansowe wpłynęły na wzrost zainteresowania zagadnieniem stabilności finansowej. Podjęcie szeroko zakrojonych badań umożliwiło zidentyfikowanie makro- i mikroekonomicznych źródeł niestabilności oraz przesłanek (cech) stabilnego systemu finansowego. Wypracowano też zestaw rozmaitych środków i działań, mających na celu zapewnienie stabilności finansowej zarówno w skali makro, jak i mikro.

Na podstawie tych badań uznano stabilne otoczenie makroekonomiczne i zrównoważoną stopę wzrostu gospodarczego za warunek wstępny stabilności całego systemu finansowego (obok właściwych podstaw mikroekonomicznych). W tym kontekście ewoluowały również poglądy na temat inflacji jako potencjalnego źródła niestabilności oraz miejsca banku centralnego w dążeniach do stabilności systemu finansowego.

W ostatnich latach polityce banku centralnego, ukierunkowanej na walkę z inflacją (cel stabilności cen), przypisuje się coraz większą rolę w utrzymywaniu stabilności finansowej. Coraz częściej pojawiają się

głosy zwolenników formalnego obciążenia banku centralnego odpowiedzialnością za utrzymanie stabilności finansowej (m.in. F. Mishkina, R. W. Ferguson, C. Borio i P. Lowe'a). Zgodnie z ich argumentami, pośrednio celem działań banku centralnego zawsze było zapobieganie zaburzeniom stabilności i zmniejszanie ryzyka wystąpienia kryzysu finansowego – zarówno w skali makro (w ramach polityki pieniężnej), jak i mikro (wypełniając funkcje banku banków)<sup>1</sup>. Należy jednak zauważyć, że obciążenie banku centralnego coraz większą liczbą zadań nie pociąga za sobą zwiększenia liczby dostępnych instrumentów. J.C. Trichet wskazuje również, że zwiększanie odpowiedzialności banku centralnego za stabilność finansową odbywa się ze szkodą dla skuteczności jego polityki<sup>2</sup>. Przeciwno takiemu rozwiązaniu opowiadają się również A. Icard czy L.E.O. Svensson. Pojawia się więc pytanie, w jakim stopniu działania banku centralnego tak naprawdę mogą się przyczynić do stabilności finansowej i czy ma sens formalne obciążanie go takim zadaniem.

Celem niniejszego opracowania jest ukazanie, na podstawie analizy współczesnej literatury, roli polityki

\* Autorzy dziękują R. Kokoszcyńskiemu i T. Kowalskiemu za cenne uwagi w trakcie powstawania artykułu.

<sup>1</sup> Por.: F.S. Mishkin: *What Should Central Banks Do?* Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December 2000, s. 1-13; R. W. Ferguson Jr.: *Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?* W: *Challenges to Central Banking from Globalized Financial System*. Conference at the IMF, Washington DC, September 16-17, 2002; C. Borio, P. Lowe: *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*. BIS Working Papers No. 114, July 2002.

<sup>2</sup> J. C. Trichet: *World-wide tendencies in financial system*. Deutsche Bundesbank Auszüge aus Presseartikeln, No. 49, Oktober 2000, s. 7.

Tabela 1 Wybrane wskaźniki stabilności finansowej

Wskaźniki	Wartości progowe/tendencje
<b>Skala makro</b>	
Inflacja	< 5%
Deficyt budżetowy/PKB	< 2%
Dług publiczny/PKB	< 50%
Deficyt rachunku obrotów bieżących	< 5% PKB
Przepływy krótkoterminowe	< 50% deficytu rachunku obrotów bieżących
Napływ kapitału/PKB	< 5%
Stosunek zadłużenia krótkoterminowego do rezerw walutowych	< 1
<b>Skala mikro</b>	
Udział zadłużenia sektora prywatnego w PKB	< 100%
Realny wzrost zadłużenia sektora prywatnego	< 20%
Oplacalność inwestycji	wyższa od kosztów kredytów
Przeciętne pokrycie złych długów tworzonymi na nie rezerwami	rosnące
Przeciętny wskaźnik adekwatności kapitałowej banków	> 8%
Przeciętny wskaźnik zwrotu z aktywów instytucji finansowych	wysoki i rosnący
Kapitalizacja giełdy (w % PKB)	zrównoważone zmiany

Źródło: opracowanie własne na podstawie: C.J. Lindgren, T. Baliño, Ch. Enoch, A.M. Gulde, M. Quintyn, L. Teo: *Financial Sector Crisis and Restructuring. Lessons from Asia*. IMF Occasional Paper, No. 188, Washington DC 1999.

banku centralnego w zapewnianiu stabilności finansowej. Postawiono tezę, że bank centralny najlepiej przyczynia się do stabilności finansowej właściwie realizując swoje zadania: w skali makro - dbając o stabilność cen oraz w skali mikro - dążąc do prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego. Niecelowe jest więc obciążanie *explicite* banku centralnego odpowiedzialnością za stabilność finansową. Dla zweryfikowania tezy, spośród wspomnianych przesłanek stabilności wyróżniono i przeanalizowano cztery aspekty działalności banku centralnego. Największy nacisk położono na kwestie makroekonomiczne, związane z formułowaniem celu polityki pieniężnej. Pozwala to bowiem określić podstawowy zakres obowiązków banku centralnego oraz wpływ, jaki ich realizacja wywiera na stabilność finansową. Te zagadnienia oraz związane z nimi kontrowersje (przede wszystkim dotyczące cen aktywów) omówiono w drugim rozdziale. Trzeci rozdział został poświęcony aspektom związanym z wiarygodnością i przejrzystością działań banku centralnego. W czwartym rozdziale poruszono zagadnienia relacji banku centralnego z władzami fiskalnymi, a w szczególności znaczenie rynku finansowego dla sprawnych mechanizmów koordynacyjnych. Aspektom mikroekonomicznym poświęcono piątą część opracowania, w której omówiono zadania banku centralnego wynikające z funkcji banku banków.

Przed właściwym omówieniem zasygnalizowanych zagadnień warto sprecyzować, jak w niniejszym opracowaniu rozumie się stabilność finansową. Pojęcie to, będące przedmiotem wielu dyskusji, nie jest bowiem rozumiane jednoznacznie, co jest jedną z przyczyn formułowania odrębnych zaleceń pod adresem

banku centralnego<sup>3</sup>. Najczęściej stabilność finansową sprowadza się do sytuacji braku poważnych zakłóceń lub sytuacji kryzysowych w danej gospodarce<sup>4</sup>. Bezpośrednio stabilność finansową definiuje się jako stan, w którym działalność gospodarcza nie jest zakłócana przez znaczące zmiany cen aktywów bądź poważne zakłócenia płynności instytucji finansowych<sup>5</sup>. Jednak takie sformułowania wyjaśniają tylko niektóre wątpliwości, a jako potencjalny cel nadal są zbyt wieloznaczne<sup>6</sup>. Dlatego autorzy przyjmują, że stabilność finansowa, to sytuacja, w której dana gospodarka spełnia większość kryteriów zawartych w tabeli 1.

Wskaźniki zawarte w tabeli 1 obejmują różne aspekty funkcjonowania gospodarki, w większości znajdujące się poza zasięgiem oddziaływania banku centralnego. Analiza tych wskaźników potwierdza pogląd przytoczony przez A. Icarda, że stabilność finansowa wiąże się ze wspólną odpowiedzialnością różnych podmiotów<sup>7</sup>. W oczywisty sposób kwestie te nawiązują do tezy opracowania: bank centralny nie może odpo-

<sup>3</sup> Por. M. Kiedrowska, P. Marszałek: *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*. Część I. „Bank i Kredyt” nr 3/2002, s. 20-34.

<sup>4</sup> Por.: J. Fidrmuc, F. Scharadax: *Increasing integration of applicant countries into international financial markets: implications for financial and monetary stability*. BIS Conference Papers, No. 8, Basle 2000, s. 92; R.W. Ferguson Jr.: *Should Financial Stability ...*, op.cit., s. 1.

<sup>5</sup> A. Crockett: *Theory and practice of financial stability*. W: *Essays in international finance*, No. 203, Princeton 1997, s. 2.

<sup>6</sup> A. Icard zauważa, że cel stabilności finansowej nie spełnia podstawowych wymogów stawianych celowi banku centralnego (jednoznaczny, jasno zdefiniowany, łatwy do komunikacji i osiągalny). A. Icard: *Comments on Mr R.W. Ferguson's paper*. W: *Challenges to Central Banking from Globalized Financial System*. Conference at the IMF, Washington DC, September 16-17, 2002, s. 2-7.

<sup>7</sup> A. Icard: *Comments...*, op. cit., s. 2/7.

wiadać za wszystkie aspekty stabilności finansowej, wpływa bowiem jedynie na wybrane z nich – w tym w szczególności na poziom inflacji.

## Polityka pieniężna i stabilność finansowa

### Korzyści z niskiej inflacji

Kwestia inflacji, a zwłaszcza związane z nią korzyści i koszty, od dawna są przedmiotem ożywionej debaty. Powszechny jest jednak pogląd, że zarówno z punktu widzenia gospodarki, jak i stabilności finansowej niska i umiarkowana inflacja jest lepsza od wysokiej. Jeszcze w latach 50. i 60. zainteresowanie ekonomistów inflacją było niewielkie (był to okres względnie stabilnego i powolnego wzrostu poziomu cen). Dominujące wtedy poglądy keynesowskie wskazywały jedynie na pozytywną rolę inflacji (uznawano dodatnią korelację między produkcją a inflacją); sporą wagę przykładano również do krzywej Phillipsa i tzw. efektu Tobina<sup>8</sup>. Zasadniczo keynesizm ignorował proces kształtowania się poziomu cen<sup>9</sup>.

Szoki podaźowe w latach 70. sprawiły, że inflacja stała się problemem dla wielu państw<sup>10</sup>. Coraz częściej mówiono o wzroście niepewności w gospodarce, negatywnym wpływie inflacji na długookresowy wzrost gospodarczy<sup>11</sup>, kosztach inflacyjnych<sup>12</sup> oraz wreszcie potrzebie walki z inflacją (również z punktu widzenia stabilności finansowej<sup>13</sup>). Wpłynęło to na przewartościowanie w teorii ekonomii (zwycięstwo monetaryzmu), co spowodowało zmianę w hierarchii celów polityki gospodarczej – walkę z inflacją uznano za cel najważniejszy. Ewolucji teorii towarzyszyła zmiana zasad realizacji polityki gospodarczej. Wzrosło znaczenie banków centralnych, między innymi wskutek zmian zachodzących w polityce kursowej (wypieranie kursów

stałych przez kursy płynne)<sup>14</sup>. Po burzliwym okresie lat 70. i początku lat 80. znowu nadeszła dekada względnie stabilnych cen. W dużym stopniu potwierdziły się wówczas hipotezy ekonomistów, mówiące o korzyściach wynikających z niskiej inflacji<sup>15</sup>.

Pozytywny wpływ niskiej inflacji przejawia się, w pierwszej kolejności, możliwością uniknięcia przez gospodarkę ekonomicznych i społecznych kosztów inflacyjnych. Niska inflacja oznacza przede wszystkim większą stabilność cen, co zmniejsza asymetrię informacji, sprzyja prawidłowej alokacji kapitału i stwarza „zdrowsze” środowisko do gospodarowania. Zwiększa się przewidywalność, a zmniejsza niepewność, co ułatwia podejmowanie decyzji, wydłuża ich horyzont czasowy oraz umożliwia trafny rachunek ekonomiczny. W. Wilczyński wskazuje również, że niska stopa inflacji oznacza „taniłość” kredytu, zwiększa więc skłonność do inwestowania. Jest też warunkiem istnienia dobrego, przejrzystego rynku – rynku nabywcy, wymuszającego wyższą jakość oferty<sup>16</sup>. M. Goodfriend stwierdza, że niska i stabilna inflacja wpływa na poprawę ogólnego stanu gospodarki oraz zmniejsza wrażliwość cyklu koniunkturalnego na wahania cen aktywów (*asset prices*)<sup>17</sup>. F. Mishkin przytacza argument, że w sytuacji stabilnego poziomu cen (decydującego o przewadze w gospodarce nominalnych, długoterminowych kredytów, zaciąganych w walucie krajowej) kryzys finansowy rozszerza się wolniej niż w sytuacji wysokiej i zmiennej inflacji (dominują kredyty krótkoterminowe, indeksowane i zaciągane w obcej walucie)<sup>18</sup>. Również C. Borio i P. Lowe podkreślają, że niska i stabilna inflacja sprzyja stabilności finansowej, a nagle zmiany tempa inflacji zazwyczaj zwiększają podatność na kryzysy<sup>19</sup>.

<sup>14</sup> T. Kowalski: *Proces formułowania oczekiwań a teoria cyklu wyborczego*. Poznań 2001 Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, s. 161-163.

<sup>15</sup> Wyraźnie stracił na popularności pogląd, mówiący o korzystnym wpływie inflacji na pobudzenie wzrostu gospodarczego. Hipoteza o przewadze korzyści z niskiej inflacji utrzymała się mimo problemów, które od końca lat 90. przeżywa Japonia – co w marcu 2000 r. podkreślił ówczesny Gubernurator Banku Japonii stwierdzając, że „inflacja nie stanowi rozwiązania problemów ekonomicznych”. Za: T.F. Cargill: *Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan*. Monetary and Economic Studies (Special Edition), February 2001, s. 115.

<sup>16</sup> W. Wilczyński: *Rynek i pieniądz w Polsce u progu XXI wieku*. Poznań 2000 Wydawnictwo WSB, s. 166.

<sup>17</sup> M. Goodfriend: *Financial Stability, Deflation and Monetary Policy*. Monetary and Economic Studies (Special Edition), February 2001, s. 144, 146.

<sup>18</sup> F.S. Mishkin: *The Cause and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*. W: *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming 1997, s. 55-96.

<sup>19</sup> C. Borio, P. Lowe: *Asset prices...*, op.cit., s. 18. Korzyści z niskiej inflacji można także rozpatrywać z kategoriach związku inflacji ze wzrostem gospodarczym. Zagadnienia te wykraczają jednak poza ramy niniejszego opracowania. Dobrze omówiono je m.in. w: R. Barro: *Inflation and Economic Growth*. NBER Working Paper No. 5326, Cambridge, October 1995; S. Fischer: *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*. NBER Working Paper No. 4565, Cambridge, December 1983; S. Fischer: *Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability*. Achieve Price Stability. Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996; K. Johnson, D. Small, R. Tryon: *Monetary Policy and Price Stability* (unpublished). Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 641, July 1999, www.bog.frb.fed.us; Ch. Wyplosz: *Do We Know How Low Should Inflation Be?* W: *First ECB Central Banking Conference: Why Price Stability?* European Central Bank, Frankfurt, November 2000.

<sup>8</sup> Zgodnie z nim inflacja – obniżając popyt na pieniądź, co prowadzi do zwiększenia popytu na kapitał – wywołuje pozytywną zmianę w strukturze aktywów i akumulację kapitału (A. Wojtyna: *Inflacja a wzrost gospodarczy*. „Ekonomista” nr 3/1990, s. 306-323; P. Fortin: *Can Monetary Policy Make a Difference for Economic Growth and Inequality*. Canadian Institute for Advanced Research, Ottawa, January 2001, s. 4-5).

<sup>9</sup> M. Woodford: *Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics*. Prepared for the conference: *Frontiers of the Mind in the Twenty-First Century*. Library of Congress Washington, June 1999, s. 16.

<sup>10</sup> Przyczyniły się do tego również błędy w prowadzeniu polityki gospodarczej (w tym pieniężnej). Por. J. Bednarczyk: *Polityka pieniężna przeciw inflacji. Studium gospodarki kapitalistycznej*. Warszawa 1990 Państwowe Wydawnictwo Naukowe, s. 85-89.

<sup>11</sup> Szerzej: A. Wojtyna: *Inflacja ...*, op.cit., s. 310-317.

<sup>12</sup> Ekonomisci wskazywali na zagrożenia gospodarki związane z kosztami ekonomicznymi (zaburzeń alokacji kapitału, przeinwestowania sektora finansowego, zdartych żelówek, kosztami menu i podatkiem inflacyjnym) oraz społecznymi (wynikającymi z awersji społeczeństwa do inflacji). Por.: O. Issing: *Why Price Stability?* W: *First ECB Central Banking Conference: Why Price Stability?* European Central Bank, Frankfurt, November 2000, s. 180-184; F.S. Mishkin: *Strategies for Controlling Inflation*. NBER Working Paper No. 6122, Cambridge, August 1997, s. 8-9.

<sup>13</sup> Por. M. Kiedrowska, P. Marszałek: *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*. Część I, op.cit.

Wymierne korzyści z niskiej inflacji przedstawił J. Taylor, porównując gospodarki USA i Japonii w latach 1978-1999. Wzrost gospodarczy w obu tych krajach był najbardziej stabilny (realny PKB bardzo zbliżony do linii trendu) właśnie w okresach niskiej przeciętnej inflacji (dla Japonii były to lata 1978-1987, natomiast dla USA – lata 1987-1999)<sup>20</sup>. Charakterystyczne, że w tym czasie celem władz monetarnych obu państw była stabilność cen.

### Stabilność cen jako cel większości współczesnych banków centralnych

Zmianom w rozumieniu zjawiska inflacji w całym okresie powojennym, a w szczególności w latach 70. i 80., towarzyszyła ewolucja podejścia do polityki pieniężnej, czego przejawem była m.in. zmiana formułowania jej podstawowych celów (*primary goals, final objectives*)<sup>21</sup>. W przypadku wielu banków centralnych cel krótkookresowej stabilizacji gospodarki zastąpiono celem długookresowej stabilności cen<sup>22</sup>. W dużej mierze przyczyniły się do tego: występowanie długich i zmiennych opóźnień, brak dowodów na stałą zamienność między poziomem inflacji i zatrudnienia, problem niespójności w czasie oraz badania dotyczące korzyści z niskiej inflacji. Ważny aspekt stanowiła również ewolucja poglądów na temat neutralności pieniądza<sup>23</sup> oraz uznanie monetarnego charakteru inflacji w średnim i długim okresie. W ostatnich latach większość banków centralnych akceptuje pogląd, że ich głównym celem powinna być stabilność cen – również uwzględniając ich dbałość o stabilność finansową.

Interesującą analizę zasadności przyjęcia celu stabilności cen przedstawił J. Viñals, który wymienia argumenty związane zarówno z podażową stroną gospodarki (proces uczenia się polityków gospodarczych i szoki podażowe), jak i z jej stroną popytową (koszty inflacyjne i awersja społeczeństwa do inflacji)<sup>24</sup>. Wiele uwagi preferencjom społeczeństwa poświęca również S. Fischer<sup>25</sup>. B. Bernanke i F. Mishkin w swoich wnioskach z obserwacji polityki sześciu banków centralnych podkreślają natomiast, że zarówno bankierzy centralni, jak i społeczeństwo uważają kontrolę nad inflacją za naj-

ważniejszy cel polityki pieniężnej, mimo że empiryczne dowody są często niewystarczające<sup>26</sup>.

Główną przesłanką przyjmowania przez banki centralne celu stabilności cen jest możliwość redukcji oczekiwań inflacyjnych poprzez prowadzenie wiarygodnej polityki<sup>27</sup>. Cel stabilności cen jest wyraźnym sygnałem, świadczącym o antyinflacyjnych intencjach banku centralnego. Jak wskazują B. Bernanke i F. Mishkin, umożliwia on nie tylko wpływ na oczekiwania, ale również skuteczniejszą obronę banku centralnego przed naciskami politycznymi na „rozluźnienie” polityki pieniężnej<sup>28</sup>. Naciski te najczęściej mają źródło w krótkookresowych dążeniach polityków do pobudzenia gospodarki (co poprzez skrzywienie inflacyjne i wzrost oczekiwań inflacyjnych prowadzi jedynie do niepożądanego wzrostu inflacji) oraz zwiększenia spodziewanych dochodów z podatku inflacyjnego. Dlatego tak ważne jest, aby za średnio- i długookresowy cel stabilności cen odpowiadał wiarygodny i niezależny bank centralny, nie zaś rząd, dążący do realizacji także innych celów, często sprzecznych ze stabilizowaniem cen.

Wymiernym efektem wprowadzenia celu długookresowej stabilności cen i podporządkowania mu polityki banku centralnego jest istotna redukcja przeciętnej stopy inflacji w krajach OECD. W latach 70. kształtowała się ona na poziomie 10,2%, w drugiej połowie lat 80. obniżyła się do poziomu 5,1% i dalej do 1,4% w 1999 r.<sup>29</sup> Pojawiły się nawet poglądy na temat „śmierci” inflacji, jednak – jak się okazało – błędne.

Dodatkowe problemy, z którymi borykają się władze monetarne, nieporuszone dotąd w tym opracowaniu, wiążą się z wyborem najlepszej strategii kontroli inflacji<sup>30</sup> oraz pytaniem, czy oprócz stabilności cen bank centralny powinien realizować także cele w zakresie stymulowania produkcji i zatrudnienia. Ponieważ kwestie te wybiegają poza zakres niniejszego opracowania, autorzy przyjmują za M. Blejerem i A. Leone, że od kiedy podstawowym celem polityki pieniężnej jest niska inflacja, za najlepszą strategię dla banku centralnego (umożliwiająca obniżenie oczekiwań inflacyj-

<sup>20</sup> J. Taylor: *Low Inflation, Deflation, and Policies for Future Price Stability*. Monetary and Economic Studies (Special Edition), February 2001, s. 35-51.

<sup>21</sup> Zobacz: M. Woodford: *Revolution ...*, op.cit.

<sup>22</sup> Przy czym od końca lat 90. ekonomiści mówią raczej o celu średnio- i długookresowej stabilności cen, a sam cel „stabilność cen” rozumieją jako zapobieganie nadmiernej inflacji, jak też deflacji.

<sup>23</sup> Z ogólnie przyjmowanego założenia o długookresowej neutralności pieniądza wynikają m.in. wnioski mówiące, że polityka pieniężna może skutecznie ograniczać tempo wzrostu cen. Por. M. Belka: *Neutralność pieniądza – ewolucja poglądów*. „Bank i Kredyt” nr 5-6/1993, s. 2-8.

<sup>24</sup> Szerzej: J. Viñals: *Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment*. W: *First ECB Central Banking Conference: Why Price Stability?* European Central Bank, Frankfurt, November 2000, s. 118-121.

<sup>25</sup> S. Fischer: *Why Are Central Banks...*, op.cit., s. 23-26.

<sup>26</sup> Według nich jest to spowodowane występowaniem długich opóźnień we wpływie antyinflacyjnej polityki banku centralnego na gospodarkę (B. Bernanke, F. Mishkin: *Central Bank Behaviour and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries*. NBER Working Paper No. 4082, Cambridge, May 1992, s. 41).

<sup>27</sup> Myśl tę potwierdza m.in. uzasadnienie strategii Europejskiego Banku Centralnego: polityka pieniężna, która wiarygodnie i trwale dba o zapewnienie stabilności cen, w najlepszy sposób przyczynia się do poprawy perspektyw gospodarczych i podniesienia standardu życia („ECB Monthly Bulletin”, Frankfurt am Main, January 1999, s. 39).

<sup>28</sup> B. Bernanke, F. Mishkin: *Central Bank Behaviour...*, op.cit., s. 6.

<sup>29</sup> Por.: T.F. Cargill: *Monetary Policy...*, op.cit., s. 118-119; J. Viñals: *Monetary Policy Issues...*, op. cit., s. 113-117. Jednocześnie J. Viñals podkreśla, że jakkolwiek do obniżenia ogólnego poziomu inflacji przyczyniły się również inne czynniki – w tym postępująca integracja finansowa i gospodarcza oraz wzrost konkurencji – to najważniejszą rolę odegrała właściwa antyinflacyjna polityka pieniężna.

<sup>30</sup> Problematyka ta jest omówiona m.in. w opracowaniu F. Mishkina (F. Mishkin: *Strategies...*, op.cit.).

nych) uważa się przyjęcie celu inflacyjnego (*inflation targeting*). W tym kontekście władze monetarne mogą dążyć do realizacji dodatkowych celów (poziom bezrobocia, wzrost gospodarczy) tylko wtedy, gdy są one zgodne z przyjętym celem inflacyjnym<sup>31</sup>. Aktualnie i ważne z punktu widzenia stabilności finansowej pozostają jednak pytania o to, jak definiować stabilność cen (szczególnie w sytuacji umiarkowanej i niskiej inflacji) i jak mierzyć inflację.

#### Jak rozumieć stabilność cen

W obliczu napięć inflacyjnych w lata 70. i na początku lat 80. cel stabilności cen w krajach rozwiniętych rozumiano jako powrót do jednocyfrowej inflacji z pierwszych dwóch powojennych dekad. Przemawiały za tym wspomniane już koszty inflacyjne oraz zagrożenie przekształceniem się umiarkowanej inflacji w inflację wysoką<sup>32</sup>. Upowszechniło się rozumienie stabilności cen jako niskiej i stabilnej inflacji (im niższej, tym lepiej). Pod koniec lat 80. A. Greenspan definiował stabilność cen jako „poziom cen wystarczająco stabilny, aby oczekiwania co do jego zmiany nie stały się głównym czynnikiem kluczowych decyzji ekonomicznych”<sup>33</sup>. Z czasem pojęcie to ewoluowało – włączono do niego numeryczny zapis pożądanego poziomu inflacji oraz szybkość, z jaką bank centralny powinien do niej dążyć (z uwagi na koszty dezinflacji i zagrożenia dla stabilności finansowej)<sup>34</sup>.

Banki centralne potrzebowały bardziej jednoznacznej definicji stabilności cen (m.in. w celu zwiększenia swojej wiarygodności). Wyniki badań nie dawały możliwości sformułowania jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o poziom pożądanego stopy inflacji. Nadal nie osiągnięto porozumienia w tej kwestii, dlatego w toczących się dyskusjach można napotkać rozmaite argumenty. O. Issing podzielił je na trzy grupy, a mianowicie przemawiające za: (1) równomierną stopą deflacji (*steady-state deflation*), (2) stałym poziomem cen lub zerową inflacją oraz (3) stałą stopą inflacji<sup>35</sup>.

Rozumienie stabilności cen jako równomiernej stopy deflacji wywodzi się z poglądów M. Friedmana

na temat efektywnej alokacji zasobów, której warunkiem są zerowe stopy procentowe. Można je osiągnąć poprzez powolny wzrost (lub nawet lekki spadek) podaży pieniądza, czego efektem będzie stały spadek poziomu cen. Za stabilnością cen w rozumieniu zerowej inflacji lub stałego poziomu cen przemawiają argumenty związane z kosztami inflacyjnymi i korzyściami z niskiej inflacji. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że pojęcia stałego poziomu cen i zerowej inflacji nie są tożsame. W pierwszym przypadku każdy wzrost poziomu cen (inflacja) musi być skompensowany przez odpowiedni spadek poziomu cen (deflacja). W drugim przypadku bank centralny zawsze dąży jedynie do zerowej inflacji<sup>36</sup>.

Najczęściej utożsamia się stabilność cen ze stałą stopą inflacji (przy czym nie ma zgody co do jej wielkości<sup>37</sup>). Większość przytaczanych argumentów wywodzi się z przekonania o:

- ograniczeniach skuteczności polityki pieniężnej w warunkach zbyt niskich stóp procentowych (*zero-bound problem*)<sup>38</sup>;
- sptywności płac (w dół) i związanych z tym problemach dostosowywania się płac, cen i poziomu produkcji (tzw. efekty piasku w trybach, *sand effects*)<sup>39</sup>, które mogą zwiększać bezrobocie w warunkach niskiej inflacji;
- możliwości zastosowania ujemnych realnych stóp procentowych w celu wydostania gospodarki z recesji czy kryzysu<sup>40</sup>.

Mimo przytoczonych argumentów dyskusja na temat wyboru między celem stałej stopy inflacji a celem stałego poziomu cen nie jest zamknięta. J. Viñals wskazuje na trzy przyczyny takiego stanu rzeczy<sup>41</sup>:

- w okresie stosunkowo wysokiej stopy inflacji cel obniżenia jej do akceptowalnego poziomu był wystar-

<sup>31</sup> M. Blejer, A. Leone: *Introduction and Overview*. W: M. Blejer, A. Ize, A. M. Leone, S. Werlang: *Inflation Targeting in Practice. Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*. International Monetary Fund, 2000, s. 3, 6.

<sup>32</sup> Potwierdziły to późniejsze badania M. Bruno, z których wynika, że kraje uprzedyskutowane, gdzie inflacja w latach 70. znajdowała się poniżej 20%, utrzymały tę sytuację w latach 80. Inflacja w krajach z przedziału 20-40% wzrosła, a w krajach z inflacją ponad 40% – przekształciła się w hiperinflację (M. Bruno: *Does Inflation Really Lower Growth?* Finance&Development, September 1995, za: A. Wojtyna: *Inflacja...*, op.cit., s. 319-320).

<sup>33</sup> Za: M. King: *Challenges for Monetary Policy: New and Old*. Federal Reserve Bank of Kansas City, New Challenges for Monetary Policy, Jackson Hole, August 1999, s. 14-15.

<sup>34</sup> Szerzej: A. Wojtyna: *Koszty dezinflacji*. W: Alternatywne strategie dezinflacji. Praca zbiorowa pod redakcją A. Wojtyny, Raporty CASE Nr 32, Warszawa 1999, s. 11-32.

<sup>35</sup> O. Issing: *Why Price Stability?* op.cit., s. 187-192.

<sup>36</sup> Tamże, s. 187-189. Pojawia się tu oczywiście problem, czy w praktyce utrzymanie stałego poziomu cen jest w ogóle możliwe.

<sup>37</sup> Przykładowo, zgodnie z tzw. efektem Summersa, najlepsza jest inflacja rzędu 2-3% (A. Wojtyna: *Koszty dezinflacji*, op.cit., s. 16). P. Krugman proponuje cel 3-4% (P. Krugman: *Stable Prices and Fast Growth: Just Say No*. „Economist”, August 31 1996, s. 19-21, za: M. King: *Challenges...*, op.cit., s. 16-17); P. Fortin oszacował, że dla Kanady najwłaściwszy byłby 2-4% poziom inflacji (P. Fortin: *Can Monetary Policy...*, op.cit., s. 7). Ch. Wyplosz zaleca natomiast EBC cel inflacyjny na poziomie 4-10% (Ch. Wyplosz: *Do We Know...*, op.cit., s. 1-33). Według danych OECD, większość banków centralnych państw rozwiniętych od końca lat 90. dąży do celów inflacyjnych na poziomie 0-4%.

<sup>38</sup> Niska (zerowa) stopa inflacji uniemożliwia obniżenie realnych stóp procentowych przez bank centralny, gdyż wtedy stopy nominalne musiałyby być ujemne (por.: S. Fischer: *Why Are Central Banks...*, op.cit., s. 19-20; M. King: *Challenges...*, op.cit., s. 19-28). Przykładem są tu problemy, z którymi od połowy lat 90. (kiedy oficjalne stopy spadły poniżej 1%) boryka się Japonia.

<sup>39</sup> Efektem „piasku w trybach” przeciwstawia się efekty „smarowania” (*grease effects*).

<sup>40</sup> Zapobiega też nadmiernym sptywnościom (problemem w dostosowywaniu się płac i cen nominalnych, przez co umożliwia płynne funkcjonowanie rynku pracy. W efekcie niewielka stopa inflacji prowadzi do wyższego poziomu produkcji i zatrudnienia. Szerzej: O. Issing: *Why Price Stability?* op.cit., s. 189-192; Ch. Wyplosz: *Do We Know...*, op.cit., s. 1-33; W. Dickens: *Commentary*, L. Svensson: *Commentary*. W: *First ECB Central Banking Conference: Why Price Stability?* European Central Bank, Frankfurt, November 2000, s. 34-50.

<sup>41</sup> J. Viñals: *Monetary Policy Issues...*, op.cit., s. 147.

czająco ambitny dla banków centralnych; w momencie jego osiągnięcia bardziej ambitnym zadaniem wydaje się stabilizacja poziomu cen;

– przypuszcza się, że społeczeństwo preferuje nie tylko niski poziom inflacji, ale też stały poziom cen, zapewniający większą przewidywalność nawet w długookresowym planowaniu;

– niektóre analizy dowodzą, że przyjęcie wiarygodnego celu stałego poziomu cen pod pewnymi warunkami korzystnie wpływa na realną stabilność makroekonomiczną (niwelując problem skrzywienia inflacyjnego i stabilizacyjnego).

Należy podkreślić, że ostateczny wybór za cel stałego poziomu cen bądź stałej stopy inflacji jest bardzo istotny z punktu widzenia stabilności finansowej, dla której ważna jest zarówno niska, jak i stabilna inflacja. Pierwszy cel oznacza długookresowe korzyści z redukcji wahań poziomu cen przy krótkookresowych kosztach sporych wahań inflacji i (spowodowanej sztywnościami nominalnymi) większej zmienności produkcji. Zalety jego wprowadzenia podkreśla się w sytuacji bliskich zeru stóp procentowych (*zero-bound problem*)<sup>42</sup>. Drugi cel wiąże się z krótkookresowym ustabilizowaniem stopy inflacji (oznaczającym jednak niższe korzyści długookresowe) i z reguły jest popierany przez większość społeczeństwa.

Warto również postawić pytanie, jak przyjęcie przez bank centralny celu stabilności cen (niezależnie od jego sformułowania) wpływa na stabilność finansową. M. King wskazuje na doświadczenia ostatnich 30 lat, kiedy okres wysokiej i niestabilnej inflacji charakteryzował się dużo poważniejszymi wahaniami poziomu produkcji i zatrudnienia, niż okres niskiej i stabilnej inflacji<sup>43</sup>. Badania C. Borio i P. Lowe wykazały natomiast, że okresy wysokiej inflacji i następującej po niej deflacji charakteryzowały się większą liczbą kryzysów finansowych<sup>44</sup>. Nasuwa to wniosek, że stabilność cen jest warunkiem koniecznym osiągnięcia stabilności finansowej. Prawdopodobnie ta jest prawdziwa w długim i średnim horyzoncie czasowym (kiedy osiągnięte są prawidłowo sformułowaną stabilność cen), natomiast w krótkim okresie ważną rolę odgrywa również sposób reakcji polityki pieniężnej na szoki (a także sposób prowadzenia stabilizacyjnej polityki gospodarczej).

### Pomiar inflacji i ceny aktywów finansowych

Wybór konkretnego (numerycznego) zapisu celu inflacyjnego nie eliminuje wszystkich wątpliwości. Problemy mogą wiązać się także z pomiarem inflacji, a ściślej mówiąc z tym, jaki jej wskaźnik będzie się stabilizować. Kontrowersje pojawiają się, ponieważ wszystkie

powszechnie stosowane wskaźniki inflacji (CPI, PPI, deflator PCE, deflator GDP, inflacja bazowa) są obciążone pewnymi błędami i wadami konstrukcyjnymi. W efekcie wskaźniki mogą dawać różne wyniki (potwierdza to analiza K. Johnson *et al.*<sup>45</sup>), co w sytuacji bardzo niskiej inflacji może prowadzić do podejmowania błędnych decyzji bądź przeoczenia sygnałów o większej podatności na zaburzenia stabilności finansowej.

K. Johnson *et al.* podkreśla, że przyjęcie konkretnego wskaźnika (wskaźników) i odpowiedniej interpretacji stabilności cen<sup>46</sup> jest bardzo ważne z punktu widzenia polityki pieniężnej. Obecna wiedza nie pozwala jednak na jednoznaczny wybór wskaźnika, dlatego dużo ważniejsze jest właściwe zrozumienie jego charakterystyki w kontekście prowadzonej polityki<sup>47</sup>. Słuszność tego twierdzenia potwierdzają sukcesy banków centralnych w walce z inflacją. Lata 80. i 90. uważa się za okres względnej zwycięstwa nad nią, co sprawiło, że w hierarchii zagrożeń stabilności finansowej inflację odsunięto na dalszy plan. Jednocześnie okres ten wcale nie charakteryzował się większą stabilnością finansową – C. Borio i P. Lowe wskazują, że podatność systemu finansowego na kryzysy może też wzrosnąć w okresie niskiej inflacji<sup>48</sup>. Dowodem tego są chociażby kryzysy finansowe w Meksyku, Japonii, Azji Wschodniej i Rosji. Nasiliły się tam inne zagrożenia, związane między innymi z procesem liberalizacji finansowej: przede wszystkim zmienność kursów walutowych i cen aktywów.

Sprawą szeroko dyskutowaną jest zwłaszcza ten ostatni problem. Zmiany cen aktywów finansowych i realnych (głównie akcji i nieruchomości) – wspólne dla wspomnianych kryzysów – stały się przedmiotem intensywnych badań w drugiej połowie lat 80. poprzedniego wieku<sup>49</sup>. Nagłe wzrosty cen tych aktywów określono mianem tzw. bąbli spekulacyjnych (*bubbles*), które definiowano jako utrzymujące się odchylenie cen aktywów od ich wartości fundamentalnej<sup>50</sup>. Jednak ekonometryczne udowodnienie powiązań między zmianami cen aktywów a stabilnością finansową okazało się bardzo trudne z uwagi na problemy z pomiarem zmian tych cen i brak porównywalnych danych źródłowych<sup>51</sup>.

<sup>45</sup> K. Johnson, D. Small, R. Tryon: *Monetary Policy ...*, op.cit., s. 10-13.

<sup>46</sup> Cel inflacyjny może być bowiem sformułowany na trzy sposoby: jako cel punktowy (*point target*), przedział (*range*) oraz pułap (*ceiling*).

<sup>47</sup> K. Johnson, D. Small, R. Tryon: *Monetary Policy...*, op.cit., s. 13.

<sup>48</sup> C. Borio, P. Lowe: *Asset prices...*, op.cit., s. 18.

<sup>49</sup> Doczekały się one wielu opracowań. Opis problemów japońskich zobacz w: K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka: *Asset price bubble and monetary policy: Japan's experience in the late 1980s and the lessons*. Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper No. 2000-E-12, Bank of Japan 2000. Mechanizm powstawania bąbli spekulacyjnych w innych krajach opisują np. Borio *et al.* w: C. Borio, N. Kennedy, S. Prowse: *Exploring Aggregate Asset Prices Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications*. BIS Economic Paper No. 40, Basel 1994.

<sup>50</sup> G. Illing: *Financial Fragility, Bubbles and Monetary Policy*. University of Munich, December 2001, s. 6-7.

<sup>51</sup> C. Borio, P. Lowe: *Asset prices...*, op.cit., s. 18.

<sup>42</sup> Szerzej: M. King: *Challenges...*, op.cit., s. 32-36; J. Viñals: *Monetary Policy Issues...*, op.cit., s. 147-149.

<sup>43</sup> M. King: *Challenges...*, op.cit., s. 14.

<sup>44</sup> C. Borio, P. Lowe: *Asset prices...*, op.cit., s. 18.

Co istotne, bąble spekulacyjne występowały również w warunkach niskiej inflacji. C. Borio i P. Lowe wymieniają cztery tego przyczyny, a mianowicie<sup>52</sup>:

1) pomyślnie wprowadzenie programu stabilizacyjnego, wywołujące optymizm co do przyszłych warunków gospodarowania oraz powodujące boom kredytowy i inwestycyjny przy niskiej inflacji;

2) poprawę warunków podażowej strony gospodarki (np. poprawę technologii czy reformę rynku pracy) – związana z nią redukcja kosztów pracy obniża ceny dóbr konsumpcyjnych i usług, przy jednoczesnym wzroście cen aktywów, wywołanym przez poprawę bieżących wyników i – ponownie – optymizm co do przyszłości;

3) wysoką wiarygodność polityki pieniężnej poprzez redukcję niepewności i wywołaną stabilnością oczekiwań mniejszą wrażliwość cen na presję popytową;

4) efekt Modiglianiego-Cohna – wraz ze spadkiem inflacji zmiany w zyskach księgowych przewyższają zmiany w zyskach ekonomicznych, w miarę jak niższe nominalne stopy procentowe (towarzyszące ostatecznie niższej inflacji) prowadzą do redukcji kosztów odsetkowych – nawet przy niezmiennym realnym stopie procentowym.

Stabilności monetarnej (niskiej inflacji) może więc towarzyszyć spowodowany zmianami cen aktywów brak stabilności finansowej, przekształcający się często w kryzys. Oznacza to, że z jednej strony brak zagrożenia inflacją jest istotnym i koniecznym warunkiem zapewnienia stabilności finansowej, natomiast z drugiej strony warunek ten jest niewystarczający. Z punktu widzenia banku centralnego ważna jest więc omówiona właściwa dbałość o stabilność cen, ale może ona nie wystarczyć do uniknięcia niestabilności finansowej. Dlatego pojawiło się pytanie, czy bank centralny może podjąć dodatkowe działania, eliminujące lub łagodzące źródła niestabilności inne niż inflacja. Poruszane w literaturze wątki dotyczą przede wszystkim uwzględniania cen aktywów finansowych we wskaźniku inflacji wykorzystywanym przez bank centralny oraz tego, jak sposób i zakres ewentualnej interwencji banku centralnego wpływają na zmiany tych cen.

Uwzględnienie przez bank centralny cen aktywów finansowych w wykorzystywanym wskaźniku inflacji automatycznie przesądza o reakcji władz monetarnych na zmiany cen tych aktywów. Stają się one po prostu składową celu polityki pieniężnej. Wielu autorów dowodzi, że włączenie cen aktywów do wskaźników inflacji sprawi, iż bank centralny zareaguje we właściwym czasie na presję inflacyjną (lub deflacyjną) i podejmie działania zapobiegające powstawaniu bąbli spekulacyjnych. Uwzględnianie tylko zmian cen konsumpcyjnych może natomiast powodować spóźnioną

i (lub) zbyt daleko idącą reakcję władz monetarnych. Przykładem może być inflacja cen nieruchomości w Wielkiej Brytanii<sup>53</sup>. Dodatkowo, wśród korzyści takiego rozwiązania wskazuje się m.in. uwzględnienie (poprzez oczekiwania) przyszłych cen produktów i usług (ich odzwierciedleniem są właśnie ceny aktywów<sup>54</sup>). Umożliwiłyby to wcześniejszą identyfikację tendencji inflacyjnych bądź deflacyjnych i zapobieżenie im przez bank centralny.

Gdyby nawet uznano za celowe włączenie cen aktywów finansowych do wykorzystywanych miar inflacji, pojawią się problemy natury technicznej. Należy zdawać sobie sprawę z potencjalnych trudności, takich jak interpretacja zmian cen tych aktywów czy nawet ustalenie ich faktycznej wartości<sup>55</sup>. Jak ponadto zauważa S. Shiratsuka, uwzględnienie cen aktywów wymaga rozwinięcia koncepcji klasycznego indeksu cen w konstrukcję dynamiczną, uwzględniającą międzyokresowe zmiany kosztów utrzymania<sup>56</sup>. Użyteczność takich wskaźników okazała się dość wątpliwa. Głównymi tego powodami były wspomniane już problemy z pomiarem cen aktywów oraz fakt, że zmiany tych cen wywołuje zbyt wiele czynników<sup>57</sup>. Z drugiej strony podkreśla się, że zaletą istniejących mierników jest inercja, rozumiana jako rozpoznawalność i zrozumienie klasycznych wskaźników inflacji. Co więcej, potencjalna odpowiedź banku centralnego na wahania cen aktywów finansowych wcale nie wymaga bezpośredniego włączania ich do celu, który chce on osiągnąć<sup>58</sup>.

Reakcję banku centralnego na wahania cen aktywów często rozpatruje się właśnie w kategoriach wykorzystania informacji, którą przekazują te zjawiska. W szczególności często proponuje się ich wykorzystanie do budowania prognoz inflacyjnych<sup>59</sup>. Zgodnie z tym podejściem, bank centralny powinien zwracać

<sup>53</sup> Szersze omówienie tego problemu i krytykę zobacz w: J. Vickers: *Monetary policy and asset prices*. Bank of England Quarterly Bulletin, November 1999, s. 422.

<sup>54</sup> O. Issing: *Why Price Stability?* op.cit., s. 193. Podobny argument wysunęli A. Alchian i B. Klein w kontekście przekonstruowania wskaźników inflacji (A. Alchian, B. Klein: *On a correct measure of inflation*. „Journal of Money, Credit and Banking” 1973, Vol. 5(1), s. 187-188).

<sup>55</sup> A. Alchian, B. Klein: *On a correct measure...* op.cit.

<sup>56</sup> Wyrazem takich prób było między innymi stworzenie międzyokresowego indeksu kosztów utrzymania (ICLI) A. Alchiana i B. Kleina czy indeksu cen równowagi dynamicznej (DEPI) H. Shibuyi (S. Shiratsuka: *Asset prices, financial stability and monetary policy: based on Japan's experience of the asset price bubble*. BIS Papers No. 1, Basel, March 2001, s. 268).

<sup>57</sup> Podobny problem dostrzegli C. Borio i P. Lowe, analizując doświadczenia gospodarek dotkniętych kryzysem. Pojawieniu się tych ostatnich towarzyszył splot różnych okoliczności (wzrost cen aktywów, akcji kredytowej i inwestycji itp.). Wyjściem byłoby więc stworzenie wskaźnika „podatności na kryzys”, obejmującego wszystkie istotne czynniki – co wydaje się nierealne. C. Borio, P. Lowe: *Asset prices ...*, op.cit., s. 11.

<sup>58</sup> Dyskusję na ten temat (ze szczególnym uwzględnieniem cen nieruchomości) oraz proponowane rozwiązania zobacz w: Ch. Goodhart: *What weight ...*, op.cit., s. 346-351.

<sup>59</sup> Interesującą kwestią jest to, ile płynące z cen aktywów informacje, mogą wnieść do danych z innych źródeł, zwłaszcza gdy uwzględni się ciągłe pojawianie się nowych aktywów finansowych (J. Vickers: *Monetary policy...*, op.cit., s. 423).

<sup>52</sup> Tamże, s. 21.

uwagę na ceny aktywów tylko w takim zakresie, w jakim informują one o potencjalnych zmianach cen dóbr i usług konsumpcyjnych, a więc pozwalają lepiej przewidzieć zjawiska inflacyjne. Ujmując rzecz nieco inaczej, uważa się, że bank centralny nie powinien reagować bezpośrednio na zmiany cen aktywów, ale uwzględniać ich potencjalny wpływ na cel inflacyjny oraz zjawiska w sferze realnej<sup>60</sup>.

Pogląd taki zwalnia bank centralny z obowiązku dbania o stabilność finansową w jej aspekcie związanym z bąblami spekulacyjnymi, choć oczywiście nie wyklucza interwencji, jeżeli zagrożony byłby podstawowy cel banku centralnego, czyli stabilność cen. W takim przypadku oba cele niejako pokrywają się i interwencja, mająca z wyprzedzeniem rozwiązać problem „bąbli”, jest uzasadniona. Sprawy mają się inaczej, gdy niekorzystne zjawiska w zakresie cen aktywów finansowych zachodzą w warunkach niskiej inflacji. Podstawowym problemem są tu względy ekonomii politycznej. Jak bowiem trafnie zauważają C. Borio i P. Lowe: „trzeba odważnego banku centralnego, by podnieść stopy procentowe przy braku oczywistej presji inflacyjnej, zważywszy na ryzyko bycia postrzeganym jako ten, kto podkopuje ogólną pomyślność”<sup>61</sup>.

Innymi przeszkodami związanymi z potencjalną reakcją na wahania cen aktywów są trudności z odpowiednio szybką identyfikacją nierównowagi finansowej oraz odróżnieniem nieuzasadnionego wzrostu cen aktywów finansowych od trwałej tendencji w tym zakresie. Problem stanowi też wyznaczenie granicy dopuszczalnego wzrostu cen aktywów – tzw. zakresu bezpieczeństwa – oraz sformułowanie właściwej strategii banku centralnego (jeżeli decyduje się on na interwencję). Powinna ona obejmować działania zapobiegające nadmiernej aprecjacji cen aktywów (*lean-against-the-bubble strategies*) oraz działania „likwidujące” powstałe już bąble spekulacyjne (*bubble-popping strategy*) – ostrożne lub agresywne<sup>62</sup>. Ważne, aby te strategie były skuteczne i zarazem bezpieczne, nie wpływały negatywnie na gospodarkę i stabilność finansową oraz nie nasilały hazardu moralnego<sup>63</sup>. Spełnienie tych wymogów przez bank centralny nie jest łatwym zadaniem, tym bardziej że wpływ banku centralnego na ceny aktywów jest ograniczony. B. Bernanke ostrzega, że ryzy-

ko związane z aktywnym stabilizowaniem cen aktywów przez władze monetarne jest ogromne – przypomina „operację na otwartym mózgu wykonywaną wielkim młotem”<sup>64</sup>.

Argumenty przeciw stabilizowaniu cen aktywów bądź włączaniu ich do wskaźników inflacji są więc dość poważne i często przytaczane w dyskusji na temat obciążenia banku centralnego celem stabilności cen. Wynika z nich, że ryzyko destabilizacji gospodarki związane z opieraniem się banku centralnego na informacjach budzących tyle wątpliwości (nadal zbyt mała jest wiedza na temat związków cen aktywów i gospodarki realnej) jest zbyt duże<sup>65</sup>. Nie można też obarczyć władz monetarnych odpowiedzialnością za kształtowanie się wielkości, na które mają one mocno ograniczony wpływ<sup>66</sup>. Jednak zdaniem autorów wiele przemawia za tym, aby bank centralny potraktował kształtowanie się poziomu cen aktywów jako wielkość referencyjną, informującą o tendencjach w gospodarce i systemie finansowym. W przypadku reakcji banku centralnego na bąble spekulacyjne podkreśla się inne niż polityka pieniężna aspekty jego działalności – regulacyjny, nadzorczy, tworzenia sieci bezpieczeństwa. Bank centralny powinien się przyczyniać do stworzenia właściwie funkcjonującego rynku finansowego, w którym dyscyplina rynkowa „karze” niewłaściwe zachowania jego uczestników<sup>67</sup>. Jednocześnie powinno się „doskonalić” wykorzystywane wskaźniki i kontynuować badania nad rolą aktywów w gospodarce.

Problem cen aktywów obrazuje wybory, przed jakimi stoi bank centralny. Zasadniczo powinien on dbać tylko o stabilność cen. Względnie stabilności systemu finansowego nakazywałyby jednak interwencję także w przypadku zaburzeń w cenach aktywów finansowych, co może wymagać użycia instrumentów polityki pieniężnej – niekoniecznych bądź nawet szkodliwych z punktu widzenia stabilności cen lub bieżącej sytuacji w gospodarce. W efekcie może ucierpieć także wiarygodność banku centralnego. Między stabilnością finansową a monetarną może więc powstać konflikt w krótkim okresie. Jak jednak podkreśla S. Shiratsuka, oba te

<sup>60</sup> Por.: G. Illing: *Financial Fragility...*, op. cit., s. 7; S. Shiratsuka: *Asset prices...*, op. cit., s. 261.

<sup>61</sup> C. Borio, P. Lowe: *Asset prices...*, op. cit., s. 25. Dodatkowo, społeczeństwo zasadniczo pozytywnie postrzega wzrost cen aktywów finansowych, wiąże się on bowiem ze wzrostem dochodu (P. Szpunar: *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Warszawa 2000 PWE, s. 52).

<sup>62</sup> Ekonomści przytaczają argumenty zarówno za ostrożną, jak i agresywną strategią likwidacji bąbli spekulacyjnych. Pierwsza (bardziej bierna) wiąże się z mniejszym ryzykiem zaburzeń w gospodarce, ale też jest mniej skuteczna, druga (bardziej aktywna) – skuteczniejsza, ale wiążąca się ze znacznie większym ryzykiem (B. Bernanke: *Asset-price „bubbles” and monetary policy*. „BIS Review” No. 59/2002, s. 6). Główny zarzut stawiany Bankowi Japonii to zbyt ostrożna i zbyt późno podjęta reakcja na inflację aktywów w połowie lat 90.

<sup>63</sup> B. Bernanke, M. Gertler: *Monetary Policy and Asset Price Volatility*. NBER Working Paper No. 7559, Cambridge, February 2000, s. 6-7.

<sup>64</sup> B. Bernanke: *Asset-price „bubbles”...*, op. cit., s. 6.

<sup>65</sup> Innego zdania są C. Borio i P. Lowe, którzy uważają, że śledzenie przez bank centralny cen aktywów wraz z innymi wskaźnikami (poziom akcji kredytowej i inwestycji) umożliwia mu podejmowanie (w sytuacji zagrożenia stabilności finansowej) działań uprzedzających, tzw. pre-emptive actions (C. Borio, P. Lowe: *Asset prices...*, op. cit.).

<sup>66</sup> Por.: B. Bernanke, M. Gertler: *Monetary Policy...*, op. cit.; B. Bernanke: *Asset-price „bubbles”...*, op. cit.; J. Viñals: *Monetary Policy Issues...*, op. cit.; O. Issing: *Why Price Stability?*, op. cit. Odmienne wnioski dla banku centralnego wynikają z raportu Cecchetti'ego et al. Twierdzi on, że ceny aktywów powinny zostać włączone do funkcji reakcji banku centralnego, przedstawionej za pomocą reguły Taylora, jako oddzielny składnik (S. Cecchetti, H. Genberg, J. Lipsky, S. Wadhvani: *Asset prices and monetary policy, prepared for the conference: Central Banks and Asset Prices*. May 2000). Przeciwny temu pogładowi jest np. L. Svensson (L. E. O. Svensson: *Monetary Stability and Real Stabilization*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, September 2002).

<sup>67</sup> Szerzej: M. Kiedrowska, P. Marszałek: *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia. Część II*. „Bank i Kredyt” nr 4/2002, s. 18-34.



cele mogą być rozpatrywane jako komplementarne, w tym sensie, że osiągnięcie jednego jest warunkiem wstępnym (*precondition*) osiągnięcia drugiego. Dlatego niewłaściwe byłoby myślenie o obu rodzajach stabilności w kontekście fundamentalnej wymienności celów<sup>68</sup>. Na nierozzerwalność związku między nimi zwracają również uwagę C. Borio i P. Lowe, akcentując znaczenie nadzoru ostrożnościowego dla funkcjonowania systemu pieniężnego, mogącego w największym stopniu realizować oba te cele<sup>69</sup>. Uważają oni ponadto, że cel inflacyjny należy rozpatrywać w dłuższym horyzoncie niż dwa lata. Osiągnięcie tak określonego celu traktują jako najlepszy wkład polityki pieniężnej w osiąganie stabilności finansowej<sup>70</sup>. Podsumowując dyskusję toczącą się wokół cen aktywów, można przytoczyć też pogląd B. Bernanke i M. Gertlera. Dowodzą oni, że bank centralny może traktować stabilność finansową i pieniężną jako spójne, wzajemnie uzupełniające się cele. Warunki do osiągnięcia obu rodzajów stabilności stwarza przyjęcie celu inflacyjnego<sup>71</sup>. Poglądy te potwierdzają tezę postawioną w opracowaniu.

Kończąc omawianie problematyki stabilizowania poziomu cen przez bank centralny należy wspomnieć o zasygnalizowanej już bardzo istotnej kwestii niebezpieczeństwa deflacji. Podstawowym źródłem procesów deflacyjnych może być sama polityka pieniężna (deflacja, podobnie jak inflacja jest zjawiskiem pieniężnym), natomiast ceny aktywów finansowych są nie tyle źródłem, ile kanałem przenoszenia się sił deflacyjnych. Problemy dla polityki pieniężnej wiążą się tutaj z nadmierną wiarygodnością banku centralnego oraz problemem *zero bound*<sup>72</sup>. Problem deflacji, od dawna obecny w ekonomii, nabrał nowego znaczenia w obliczu trudności gospodarki japońskiej w latach 90. Już jednak doświadczenia Fedu w okresie Wielkiego Kryzysu wykazały, że banki centralne mogą przeceniać swoje zadanie w zakresie stabilności cen, lekceważąc potencjalne zagrożenia deflacyjne. T. Cargill podaje w tym kontekście ciekawy przykład Szwecji w latach Wielkiego Kryzysu, gdzie mniejszy dogmatyzm w kwestii stabilizowania cen złagodził recesję<sup>73</sup>.

Z opracowania T. Cargilla wynikają następujące implikacje dla banków, dla których pułapka płynności przestała być tylko teoretyczną ciekawostką<sup>74</sup>:

1) zapobieganie deflacji jest równie istotne, jak zapobieganie inflacji; co więcej, może ono być nawet ważniejsze w obecnych warunkach wysokiego nominalnego długu i problemu bliskich zeru stóp procentowych;

2) niezależność może mieć ograniczający wpływ na politykę banku centralnego, wyrażający się w jego niechęci do współpracy lub nagłej zmiany w działaniach;

3) banki centralne mają możliwość zapobiegania deflacji – badania ekonometryczne wykazały, że Fed miał w okresie Wielkiego Kryzysu wystarczającą moc, by zapobiec recesji;

4) strategia celu inflacyjnego może zapewnić także sukcesy w zapobieganiu deflacji.

### Wiarygodność i przejrzystość polityki pieniężnej w kontekście stabilności finansowej

Sposobów na zwiększenie skuteczności polityki pieniężnej coraz częściej upatruje się w tzw. czynnikach jakościowych, do których zalicza się przede wszystkim wiarygodność (*credibility*) oraz przejrzystość (*transparency*) banku centralnego<sup>75</sup>. Nabierają one cech swobodnych instrumentów polityki pieniężnej, sprzyjając skutecznemu stabilizowaniu poziomu cen. Biorąc pod uwagę cel niniejszego opracowania, należy ocenić, czy większa wiarygodność i przejrzystość działań banku centralnego przyczyniają się także do większej stabilności systemu finansowego.

Wiarygodność, często utożsamiana z awersją banku centralnego do inflacji<sup>76</sup>, pojawiła się w literaturze w kontekście problemu niespójności czasowej polityki gospodarczej (*time inconsistency problem*)<sup>77</sup>. Wiarygodność, rozmaicie definiowaną, traktowano jako jeden ze sposobów ograniczania tej niespójności i związane go z nim tzw. skrzywienia inflacyjnego (*inflation bias*)<sup>78</sup>. Pogląd, że polityka jest bardziej efektywna, jeżeli podmioty gospodarcze postrzegają ją jako wiarygodną, jest związany z pojawieniem się w głównym nurcie ekonomii teorii racjonalnych oczekiwań. Wiąże ona skuteczność polityki z jej oddziaływaniem na proces kształtowania się oczekiwań. Jeśli bank centralny i jego oświadczenia są wiarygodne, zmniejsza się niepewność i związane z nią opóźnienia, a oczekiwania są kształtowane w sposób sprzyjający celom polityki pie-

<sup>68</sup> S. Shiratsuka: *Asset prices...*, op.cit., s. 281.

<sup>69</sup> Ciekawą koncepcję przedstawia też L. Svensson, który cel stabilności finansowej traktuje jako ograniczenie dla polityki pieniężnej w długim okresie bądź w sytuacji kryzysu. Szerzej: L.E.O. Svensson: *Monetary Stability ...*, op.cit.

<sup>70</sup> C. Borio, P. Lowe: *Asset prices...*, op.cit., s. 23-24. Zależności obu rodzajów stabilności są jeszcze silniejsze, jeżeli pamiętać się o tym, że ceny aktywów finansowych są istotnym elementem kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej. Zob. F. Mishkin: *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*. NBER Working Paper No. 8617, Cambridge, December 2001.

<sup>71</sup> B. Bernanke, M. Gertler: *Monetary Policy...*, op.cit., s. 77-128.

<sup>72</sup> Zob. A. Wojtyna: *Skuteczność...*, op.cit., s. 7-14.

<sup>73</sup> T. Cargill: *Monetary Policy...*, op.cit., s. 113-134.

<sup>74</sup> Tamże, s. 132-133.

<sup>75</sup> Jednym z nich jest także niezależność (*independence*) banku centralnego.

<sup>76</sup> A. Blinder: *Central bank credibility: Why do we care? How do we build it?* NBER Working Papers No. 7901, Cambridge 1999, s. 4.

<sup>77</sup> Koncepcję niespójności poruszyli po raz pierwszy F. Kydland i N. Prescott w swoim artykule z 1977 r. (F. Kydland, E. Prescott: *Rules rather than Discretion: The inconsistency of optimal plans*. „Journal of Political Economy” 1977, Vol. 85, s. 473-491).

<sup>78</sup> Szersze omówienie kwestii związanych z wiarygodnością zobacz w: P. Marszałek: *Credibility of central bank – some issues*. W: *Research of Contemporary Economic. Issues by Young Economists. Proceedings of Lubniewice 2002*, Wydawnictwo AE, Poznań, w druku.

nieżnej. W efekcie, społeczeństwo szybciej i pełniej dostosowuje się do decyzji banku centralnego. Innymi słowy, większa wiarygodność obniża koszty dezinflacji. Co więcej - przy założeniu, że procesy inflacyjne zależą od sposobu formułowania oczekiwań, wiarygodność sama w sobie sprzyja dezinflacji<sup>79</sup>.

Korzyści z większej wiarygodności banku centralnego można odnieść także do stabilności finansowej. Po pierwsze, wiarygodność daje bankowi centralnemu większe możliwości zmiany taktyki czy procedur, bez wzbudzania przy tym wątpliwości co do realizacji swojego podstawowego celu. Po drugie, wiarygodny bank centralny może łatwiej wypełniać funkcję kredytodawcy ostatniej szansy w okresie kryzysu finansowego, może bowiem zwiększyć płynność banków bez podnoszenia oczekiwań inflacyjnych. Po trzecie, bank centralny o dużej wiarygodności może łagodzić niebezpieczeństwo rozszerzania się potencjalnych zaburzeń na rynku finansowym – społeczeństwo oczekuje interwencji łagodzącej sytuację i odpowiednio dostosowuje swoje zachowanie<sup>80</sup>. Oznacza to, że wiarygodny bank centralny przyczynia się również do stabilności finansowej, abstrahując od większych możliwości stabilizowania cen przez bank centralny.

Z wiarygodnością może jednak wiązać się pewien problem, sygnalizowany już przy omawianiu deflacji. Jeżeli społeczeństwo jest przekonane, że poziom cen pozostanie stabilny (wskutek działań wiarygodnego banku centralnego), otwiera się pole dla potencjalnych wstrząsów, objawiających się nie zmianami poziomu cen, lecz wahaniami wielkości realnych oraz cen aktywów finansowych. Przy stabilnych oczekiwaniach co do przyszłej inflacji ceny mogą być relatywnie sztywne. Reagując tylko na ich zmiany, bank centralny nie ma motywów, by zareagować na inne zaburzenia w systemie finansowym i pozwala na eskalację problemów. Z czasem, gdy gospodarka przekroczy poziom produktu potencjalnego, uznawanego za nieinflacyjny, zaufanie do stabilności cen raptownie spada. Pojawia się nagła inflacja i bank centralny musi zareagować zaostreżeniem polityki. Spada wzajemne zaufanie podmiotów, co redukuje perspektywy przyszłych zysków, wywołując ostry spadek cen aktywów oraz znaczący spadek zagregowanego popytu. Stawia to bank centralny w trudnej sytuacji<sup>81</sup>. Zasadniczo powinien on podnieść stopy procentowe, by odbudować wiarygodność. Takie posunięcie może być skuteczne tylko na krótką metę, ze względu na znaczne inwestycje dokonane w okresie boomu. Pojawia się realne zagrożenie deflacją. Sytuacja dodatkowo się pogorszy przy wystąpieniu problemu bliskich zeru stóp procentowych<sup>82</sup>. W tym wypadku

właściwym rozwiązaniem wydaje się stworzenie odpowiedniej konstrukcji łączącej aspekty wiarygodności z przejrzystością banku centralnego.

Przejrzystość działań banku centralnego sprzyja przewidywalności jego zachowania i pozwala ograniczyć niepewność, z którą ma do czynienia społeczeństwo. Decyzje banku centralnego i wybory, przed którymi staje, są lepiej rozumiane, co przyczynia się do stabilizacji oczekiwań. W rezultacie wzrasta efektywność polityki pieniężnej<sup>83</sup>.

Przejrzystość zwiększa wiarygodność działań banku centralnego. Znaczenie przejrzystości wykracza jednak znacznie poza tę wspierającą funkcję; przejrzystość działań banku centralnego staje się wartością samą w sobie, jest przy tym zbieżna z filozofią gospodarki rynkowej<sup>84</sup>. Takie podejście do tego zagadnienia pojawiło się w latach 80., częściowo odzwierciedlając postępy w rozumieniu mechanizmów transmisji polityki pieniężnej, częściowo zaś stanowiąc odpowiedź na zwiększone zapotrzebowanie społeczeństwa na większą otwartość polityki gospodarczej państwa<sup>85</sup>. Zagadnienie przejrzystości, ze wszystkimi jej aspektami (spośród których jednym z najważniejszych jest związek z tzw. demokratyczną odpowiedzialnością), wykracza poza ramy niniejszego opracowania<sup>86</sup>. Warto jednak zwrócić uwagę na to, jak przejrzystość działań banku centralnego może sprzyjać stabilności systemu finansowego.

Kształt i sposób realizacji polityki gospodarczej są to jedne z najważniejszych środków umacniania stabilności finansowej (lub z drugiej strony - jej osłabiania)<sup>87</sup>. W procesie tworzenia nowej architektury finansowej zwrócono też uwagę na potrzebę przejrzystości działań decydentów, traktując ją jako czynnik mogący zmniejszyć ryzyko pojawienia się niestabilności bądź ewentualnego kryzysu. Umocnieniu przejrzystości służyło wprowadzenie Kodeksu dobrych praktyk odnośnie do przejrzystości polityki pieniężnej i finansowej. Dotyczą one m.in. jasności obowiązków i celów banku centralnego oraz jego polityki informacyjnej.

Z punktu widzenia dalszej części artykułu ciekawe są zasady odnoszące się do relacji banku centralnego z władzami fiskalnymi. W szczególności, jeżeli dozwolone jest kredytowanie rządu przez bank centralny oraz udział tego ostatniego w pierwotnym lub wtórnym rynku rządowych papierów wartościowych, postuluje się

<sup>79</sup> K. Blackburn, M. Christiansen: *Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence*. „Journal of Economic Literature” 1989, Vol. XXVII, s. 3-6.

<sup>80</sup> Por. A. Blinder: *Credibility...*, op.cit., s. 14-16. Na podobną kwestię zwraca uwagę F. Mishkin (F. Mishkin: *The Cause...*, op.cit.)

<sup>81</sup> M. Goodfriend: *Financial Stability...*, op.cit., s. 17-18.

<sup>82</sup> Sposoby przezwyciężenia problemu zero bound zobacz w: A. Wojtyła: *Skuteczność...*, op.cit., s. 14-16.

<sup>83</sup> Por.: R. Ferguson Jr.: *Transparency in central banking: rationale and recent developments*. BIS Review 31/2001; S. Gjedrem: *Monetary policy – the importance of credibility and confidence*. „BIS Review” 7/2001.

<sup>84</sup> Pozwala to również uniknąć niezrozumienia i/lub błędnego postrzegania działań banku centralnego.

<sup>85</sup> J.A. Broadus Jr.: *Transparency in the practice of Monetary Policy*. 26th Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, October 2001, s. 3.

<sup>86</sup> Przegląd tej tematyki, z uwzględnieniem rozmaitych aspektów, definicji oraz argumentów za przejrzystością i przeciw niej zobacz w: M. Kiedrowska: *Transparency in central banking*. W: *Research of Contemporary Economic Issues by Young Economists*. Proceedings of Lubniewice 2002, Wydawnictwo AE, Poznań, w druku.

<sup>87</sup> M. Kiedrowska, P. Marszałek: *Stabilność... Część II*, op.cit., s. 28.

publiczne ogłoszenie zakresu i warunków takiego wsparcia. Przejrzyste powinny być także zasady, na jakich bank centralny wypełnia funkcję agenta rządu (w takich dziedzinach, jak zarządzanie długiem i rezerwami walutowymi, agenta finansowego rządu czy doradcy w dziedzinie polityki ekonomicznej). Dotyczy to również zaangażowania banku centralnego w gospodarkę, między innymi poprzez posiadanie części kapitału przedsiębiorstwa lub(i) udział w zarządzaniu przedsiębiorstwem, jak również sposobu alokowania zysków przez bank centralny<sup>88</sup>.

Należy zauważyć, że realizacja zaleceń zawartych w Kodeksie dobrej praktyki wymaga od banku centralnego działań będących w jego własnym interesie. Zwiększanie przejrzystości sprzyja bowiem osiągnięciu podstawowego celu banku centralnego. Dodatkowo, pełne i terminowe informowanie o kształcie i zasadach realizacji polityki może przyczynić się do zapobiegania niestabilności systemu finansowego; będzie też sprzyjać szybszemu przezwyciężaniu potencjalnych kryzysów. Przejrzystość jest więc obszarem, gdzie konflikt między tymi dwoma celami nie występuje. Co więcej, proponowane w Kodeksie rozwiązania wywodzą się z praktyki poszczególnych krajów, są więc rozwiązaniami już sprawdzonymi<sup>89</sup>.

Rozpatrując przejrzystość jako sposób na zwiększenie efektywności działań banku centralnego, należy pamiętać o kilku kwestiach. Po pierwsze, nie należy odnosić przejrzystości tylko do tej instytucji. Ważna jest także przejrzystość działań instytucji nadzorczych oraz finansowych<sup>90</sup>. Po drugie, przejrzystość nie powinna być celem samym w sobie ani substytutem spójnej polityki<sup>91</sup>. Po trzecie, w literaturze akcentuje się, że maksymalna przejrzystość wcale nie musi się przyczynić do większej efektywności polityki, a przeciwnie – może być zjawiskiem niepożądanym<sup>92</sup>.

### Relacje banku centralnego z władzami fiskalnymi a stabilność finansowa

Stopień realizacji przez bank centralny jego celów zależy w oczywisty sposób od kształtu i poprawności kontaktów z innymi decydentami gospodarczymi. Bez ich odpowiedniego wsparcia bank centralny nie jest w stanie zapewnić stabilnego poziomu cen ani zapobiegać potencjalnym zakłóceniom w systemie finansowym. Szczególne znaczenie mają tu relacje z władzami fiskalnymi. Problem sprowadza się do tego, czy władze fi-

skalne i monetarne będą współpracowały w osiąganiu celów gospodarczych, czy też bank centralny zostanie zmuszony do pokrywania potrzeb finansowych władz fiskalnych. Ta druga sytuacja może utrudnić osiągnięcie stabilności cen przez bank centralny oraz ogólnie destabilizować gospodarkę. W tym kontekście brak właściwej koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej staje się jednym z głównych makroekonomicznych źródeł niestabilności finansowej<sup>93</sup>.

W literaturze dotyczącej teorii i praktyki polityki gospodarczej politykę pieniężną i fiskalną długu traktowano jako oddzielne przedsięwzięcia, sugerując się tym, że były one realizowane przez oddzielne podmioty, z których każdy dysponował odmiennym instrumentarium<sup>94</sup>. W 1981 r. T. Sargent i N. Wallace wykazali, że choć takie myślenie nie jest zasadniczo błędne, to nie uwzględnia całej gamy interakcji między polityką pieniężną a fiskalną. W swoim pionierskim artykule dowiedli, że obie polityki wzajemnie wpływają na siebie, funkcjonując w ramach międzyokresowego ograniczenia budżetowego<sup>95</sup>. Postawiony przez nich problem nieprzyjemnej arytmetyki monetarystycznej wskazywał, że przy ekspansywnej polityce fiskalnej bank centralny nie będzie mógł zrealizować swojego celu w zakresie stabilności cen, gdyż wcześniej czy później będzie zmuszony sfinansować deficyt budżetowy dodatkową emisją pieniądza. Twarda polityka pieniężna w bieżącym okresie doprowadzi więc ostatecznie do wyższej stopy inflacji w przyszłości. Co więcej, przyjmąwszy racjonalny sposób formułowania oczekiwań przez społeczeństwo, należy oczekiwać, że stopa inflacji wzrośnie już w bieżącym okresie – podmioty biorą bowiem pod uwagę nie tylko bieżący, ale i przyszły wzrost podaży pieniądza. Teoria T. Sargenta i N. Wallace'a, wielokrotnie w następnych latach uzupełniana i reinterpretowana<sup>96</sup>, wykazała, że skuteczność polityki pieniężnej i fiskalnej wymaga ich wzajemnej spójności,

<sup>88</sup> Por. M. Kiedrowska, P. Marszałek: *Stabilność...* Część II, op.cit., s. 30.

<sup>94</sup> J. Bhattacharya, J. Haslag: *Monetary policy arithmetic: some recent contributions*. Federal Reserve Bank of Dallas Economic and Financial Review, 1999, s. 26.

<sup>95</sup> T. Sargent, N. Wallace: *Some unpleasant monetarist arithmetic*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall 1981, s. 1-17. Sama koncepcja międzyokresowego ograniczenia budżetowego nie była rzeczą nową. Jednak dopiero uwzględnienie racjonalnych oczekiwań nadało jej zupełnie nowe znaczenie (zob. A. Wojtyna: *Niezależność banku centralnego teoretyczne i praktyczne aspekty koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej*, „Bank i Kredyt” nr 6/1996). Jest to więc następny przykład – obok wspomnianej już kwestii niespójności czasowej i wiarygodności – wkładu tych poglądów w teorię polityki gospodarczej.

<sup>96</sup> Por. J. Bhattacharya, M. Guzman, B. Smith: *Some even more unpleasant monetarist arithmetic*, „Canadian Journal of Economics” No. 11, August 1998, s. 596-623, czy modyfikację T. Sargenta w: *Dynamic Macroeconomic Theory*. Harvard University Press, Cambridge 1987. Krytykę nieprzyjemnej arytmetyki (zwłaszcza założenia dotyczącego stopy zwrotu z papierów rządowych wyższej niż stopa wzrostu gospodarki) można znaleźć w: M. Darby: *Some pleasant monetarist arithmetic*, „Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review”, Spring 1984, s. 15-20 lub w: B. McCallum: *Inflation: Theory and Evidence*. W: B. Friedman, F. Hahn (red.): *Handbook of Monetary Economics*. Vol. II, North-Holland, Amsterdam 1990.

<sup>88</sup> *Code of Good Practice...*, op.cit., s. 5.

<sup>89</sup> Trzeba jednak mieć świadomość odmiennych rozwiązań instytucjonalnych, dlatego wprowadzanie zaleceń sformułowanych w Kodeksie powinno być elastyczne i uwzględniać specyfikę kraju (*Code of Good Practice on Transparency in Monetary and Financial Policies*. Declaration of Principles, s. 2).

<sup>90</sup> M. Kiedrowska, P. Marszałek: *Stabilność finansowa...* Część II, op.cit., s. 25-27.

<sup>91</sup> *Code of Good Practice...*, op.cit., s. 3.

<sup>92</sup> Por. M. Kiedrowska: *Transparency...*, op.cit.

której nie sposób osiągnąć bez odpowiedniej koordynacji. Pogląd ten nie był zasadniczo kwestionowany<sup>97</sup>.

Tymczasem zapewnienie koordynacji działań władz fiskalnych i monetarnych zarówno w dziedzinie stabilności cen, jak i dbaniu o zrównoważony wzrost gospodarczy oraz stabilność systemu finansowego zaczęło być coraz trudniejsze. Często podnoszoną w tym kontekście kwestią była niezależność banku centralnego, w której wielu upatrywało zagrożeń dla współpracy banku centralnego i władz fiskalnych<sup>98</sup>.

W szczególności problemy koordynacyjne mogą wynikać z<sup>99</sup>:

- 1) odmiennych celów władz fiskalnych i społeczeństwa;
- 2) odmiennych opinii co do prawdopodobnych efektów działań polityki fiskalnej i pieniężnej;
- 3) odmiennych prognoz co do prawdopodobnego stanu gospodarki przy wstrzymaniu się od interwencji (co może być rezultatem odmiennych teorii leżących u podstaw prognozy).

Możliwa jest również kombinacja tych czynników. Co istotne, praktycznie nie sposób ustalić, która ze stron ma rację w przypadku pojawienia się konfliktu. A. Blinder postuluje więc, aby każda ze stron miała pewne uprawnienia i mogła w pewnym stopniu „znosić” działania drugiej strony.

Brak koordynacji skutkuje zazwyczaj niepożądanym wariantem *policy mix*. Za taki najczęściej uważa się połączenie ekspansywnej polityki fiskalnej z restrykcyjną polityką pieniężną<sup>100</sup>. Dzieje się tak, gdy bank centralny niejako „przegrywa” i nie jest w stanie zdyscyplinować władz fiskalnych (zmusić do redukcji deficytu i długu publicznego). Tak właśnie jest w przypadku nieprzyjemnej arytmetyki monetarystycznej. Z badań M. Markiewicza wynika, że zjawisko to występowało w wielu krajach transformujących swoją gospodarkę<sup>101</sup>. Niespójność polityki fiskalnej i pieniężnej skutkowała tam wspomnianym przypadkiem *policy*

*mix*. Ekspansywna polityka fiskalna wyrażała się w tych krajach nadmiernym poziomem deficytów budżetowych i długu publicznego. Wiązało się to z wysokim poziomem stóp procentowych, powodującym napływ kapitału zagranicznego i aprecjację kursu waluty kraju, w którym ustaliła się taka *policy mix*. Taki stan rzeczy stanowił pierwszy krok na drodze do zachwiania stabilności finansowej w danym kraju, co często skutkowało kryzysem. Sytuacja była szczególnie niekorzystna, gdy władze monetarne zaangażowały się w proces obniżania rynkowych stóp procentowych, by obniżyć koszty obsługi długu publicznego.

Niespójność, wywołana niewłaściwą koordynacją lub jej brakiem, skutkuje również obniżeniem się wiarygodności banku centralnego i całej polityki makroekonomicznej. Tymczasem czynnik ten, jak już sygnalizowano, ma obecnie podstawowe znaczenie dla efektywności polityki gospodarczej i zapewnienia stabilności finansowej. Sprawa jest tym bardziej istotna, że budowanie wiarygodności jest procesem długotrwałym, a odzyskanie utraconego zaufania społeczeństwa jest zazwyczaj bardzo trudne<sup>102</sup>.

Z przedstawionych rozważań wynika, że właściwa koordynacja poszczególnych dziedzin polityki gospodarczej może się przyczynić do pełniejszego zrealizowania przez bank centralny jego podstawowego celu<sup>103</sup>. Co więcej, poprzez wypracowanie skutecznych zasad współpracy z władzami fiskalnymi władze monetarne mogą przyczynić się także do większej stabilności systemu finansowego, przede wszystkim poprzez redukcję niepewności i sprzyjanie tworzeniu się stabilnych, zdrowych podstaw ogólnogospodarczych.

Pojawia się więc pytanie, w jaki sposób zapewnić właściwe relacje banku centralnego i władz fiskalnych. Postulowane formy koordynacji różnią się w zależności od rozwiązań instytucjonalnych i głębokości rynku finansowego danego kraju, a także od obowiązującego w nim systemu kursowego<sup>104</sup>. W kontekście poruszanej w opracowaniu tematyki szczególnie ciekawy jest czynnik związany z rynkiem finansowym. Jak wynika z pracy V. Sundararajana *et al.*, w krajach o rozwiniętym rynku finansowym problem jest dość łatwy do rozwiązania. Tam koordynację można osiągnąć poprzez instytucjonalną separację instrumentów, funkcji oraz celów władz fiskalnych i monetarnych. Bank centralny jest niezależny i odpowiedzialny przed parlamentem

<sup>97</sup> Omówienie badań w tej dziedzinie można znaleźć np. w: A. Wojtyna: *Niezależność...*, op.cit. Oczywiście pojawia się tutaj kwestia, jak rozumie się koordynację – czy jako wypracowany sposób uzgadniania decyzji przez niezależnych decydentów, czy jako spójność działania instrumentów, niezależnie od tego, kto i w jaki sposób podejmuje decyzje. Jak się wydaje, koordynacja powinna dotyczyć raczej tego pierwszego przypadku.

<sup>98</sup> Niezależność banku centralnego jest tematem, który w ostatnich latach doczekał się sporej liczby opracowań. Spośród pozycji polskich autorów warto polecić: A. Wojtyna: *Szkice o niezależności banku centralnego*. Warszawa – Kraków 1998. Wydawnictwo Naukowe PWN, gdzie między innymi porusza się omawiane kwestie.

<sup>99</sup> A. Blinder: *Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy: Monetary Policy Issues in the 1980s*. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole 1982, s. 4. A. Blinder zauważa, że w tym pierwszym przypadku lepsze będzie rozwiązanie niekoordynacyjne, koordynacja bowiem wiąże się tutaj z kompromisem, a więc wyklucza osiągnięcie optimum.

<sup>100</sup> Do ustalenia takiej *policy mix* dochodzi np. w oparciu na teorii gier rozważaniach A. Blindera (A. Blinder: *Issues...* op.cit.).

<sup>101</sup> M. Markiewicz: *Wpływ polityki fiskalnej na proces dezinflacji w gospodarkach przechodzących transformację*. Część II. „Bank i Kredyt” nr 11/1998, s. 12-23.

<sup>102</sup> Istotne są również inne korzyści z koordynacji – obniżanie kosztów polityki antyinflacyjnej (między innymi poprzez wykorzystanie różnego rozkładu opóźnień), czy ograniczanie krytyki rządu odnoszącej się do działań podejmowanych przez bank centralny. Por. A. Wojtyna: *Szkice...*, op.cit., s. 65.

<sup>103</sup> Opracowanie nie porusza innej, bardzo ważnej kwestii – nie wprowadza mianowicie do powyższych rozważań polityki kursowej. Ciekawy wątek badań koordynacji dotyczy również kwestii interakcji monetarno-fiskalnych w unii monetarnej, który jest silnie inspirowany trwającymi procesami integracyjnymi.

<sup>104</sup> B. Laurens, E. De La Piedra: *Coordination of Monetary and Fiscal Policies*. IMF Working Paper 98/25, s. 7.

za osiągnięcie uzgodnionej stopy inflacji (lub kursu). Zarówno rząd, jak i bank centralny powinny działać w sposób przejrzysty, a podział obowiązków i odpowiedzialności powinien być jasny dla społeczeństwa. Dodatkowo, rynki i całe społeczeństwo muszą być odpowiednio informowane o zmianach w polityce gospodarczej. Gdy te warunki są spełnione, koordynację gwarantuje sam rynek finansowy, poprzez odpowiednie zmiany w cenach derywatów, kursach i stopach procentowych i poprzez reakcję, którą wywołują dostosowania ze strony decydentów. Ten sposób może się wiązać z pewnymi problemami, ale zasadniczo pozwala na skuteczną koordynację<sup>105</sup>.

Trudniejszym zadaniem jest zapewnienie koordynacji w krajach o płytkim rynku finansowym – a więc w większości tzw. *emerging markets*. Standardowy pogląd zakłada, że powinno tutaj wystarczyć jasne rozróżnienie obowiązków. Bank centralny i władze fiskalne powinny koordynować cele oraz procedury operacyjne. Szczególnie istotne jest uzgodnienie rozmiaru i sposobu finansowania deficytu budżetowego<sup>106</sup>. Alternatywnym rozwiązaniem jest koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej na bazie *ex ante*. V. Sundararajan *et al.* utrzymuje, że jest to niezbędne we wczesnym stadium rozwoju rynku finansowego, kiedy rządowe instrumenty dłużne są często wykorzystywane przez politykę pieniężną<sup>107</sup>. D. Worell zauważa, że pogląd ten można rozszerzyć na wszystkie małe gospodarki, w których brakuje efektywnego mechanizmu dostosowywania stopy procentowej. Dowodzi on ponadto, że przy braku mechanizmu rynkowego wymuszającego koordynację sam rozdział obowiązków władz fiskalnych i monetarnych nie wystarczy – konieczny jest jeszcze konsensus społeczny wokół kształtu polityki gospodarczej oraz niezbędne rozwiązania instytucjonalne<sup>108</sup>.

Niezależnie od propozycji zgłaszanych w literaturze, w praktyce poszczególnych krajów można spotkać całą gamę formalnych i nieformalnych rozwiązań<sup>109</sup>. Planując wprowadzenie określonego rozwiązania, należy jednak pamiętać o kilku sprawach. Po pierwsze, każda indywidualna polityka oraz cała *policy mix* powinny być zrównoważone (co jest szczególnie istotne z punktu widzenia stabilności finansowej). Po drugie, trzeba pamiętać, że polityka pieniężna i fiskalna operują w różnych ramach czasowych. Wiąże

się z tym istotny problem opóźnień. Po trzecie, należy odróżniać koordynację na poziomie operacyjnym (bieżących decyzji) od koordynacji na poziomie ustalania ogólnych celów polityki gospodarczej<sup>110</sup>. Po trzecie, o czym przypomina A. Wojtyna, ze względu na neutralność pieniądza problem koordynacji przestaje mieć znaczenie w długim okresie<sup>111</sup>. Nie należy także zapominać o potrzebie koordynacji działań banku centralnego z działaniami instytucji nadzorczych. Ma to szczególne znaczenie dla rozwoju i bezpieczeństwa rynków finansowych.

W tej ostatniej dziedzinie bank centralny, oprócz współpracy z innymi instytucjami, sam może przyczynić się do poprawy sytuacji. Bank centralny może bowiem znacząco wpływać na warunki funkcjonowania rynku finansowego, zarówno w okresie jego stabilności, jak i w czasie trwania kryzysów finansowych. Łączy się to między innymi z jego funkcją kredytodawcy ostatniej szansy (zaopatrywanie banków w płynność) oraz kształtowaniem stóp procentowych. Należy podkreślić, że rola banku centralnego jest szczególnie ważna w okresie budowania rynku finansowego w danym kraju. Bank centralny jest wówczas ważnym źródłem płynności dla banków.

### Stabilność finansowa i wypełnianie funkcji banku banków

Omówione dotychczas zagadnienia wiązały się z makroekonomicznymi aspektami działań banku centralnego. Jak podkreśla R. Ferguson, działając w skali makro, bank centralny jest tradycyjnie zaangażowany również w wiele działań w skali mikro<sup>112</sup>. Wiąza się one z pełnioną przez tę instytucję funkcją banku banków (szeroko rozumianą) i zaangażowaniem w nadzór nad rynkami finansowymi.

Do najważniejszych rodzajów aktywności na tym obszarze należą: formułowanie regulacji ostrożnościowych, nadzór, dbanie o efektywne funkcjonowanie systemu płatności i rozliczeń, kontrolowanie płynności i wypłacalności banków oraz kształtowanie warunków rozważnego gospodarowania przez banki powierzonymi im środkami (poprzez sieć bezpieczeństwa). Wszystko to, mniej lub bardziej pośrednio, sprzyja właściwemu rozwojowi rynku finansowego. Działania te mogą się również przyczynić do zapobieżenia ewentualnym zagrożeniom stabilności finansowej bądź ich przezwyciężenia. F. Mishkin i R. Ferguson podkreślają, że aktywność banku centralnego w tym zakresie umoż-

<sup>105</sup> Szczegółowy opis tego procesu można znaleźć w: V. Sundararajan, P. Dattels, H. Blommstein: *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. Washington 1997 IMF.

<sup>106</sup> W wariancie tym może się pojawić problem niedostatecznego wpływu banku centralnego na strukturę i stopień wykorzystania źródeł finansowania deficytu przez władze fiskalne. Dodatkowo, rozwiązanie to nie zawiera mechanizmu usuwania potencjalnych niespójności. Szerzej: D. Worell: *Monetary and Fiscal Coordination in Small Open Economies*. IMF Working Paper 00/56, s. 16.

<sup>107</sup> V. Sundararajan, P. Dattels, H. Blommstein: *Coordinating Public Debt...*, op.cit.

<sup>108</sup> Kluczowy jest też dostęp do informacji (D. Worcell: *Monetary and Fiscal Coordination...*, op.cit., s. 16-19).

<sup>109</sup> Krótki przegląd rozwiązań innych krajów zobacz w: A. Wojtyna: *Szkice...*, op.cit., s. 117-119.

<sup>110</sup> B. Laurens, E. De La Piedra: *Coordinatoin...*, op.cit., s. 4. Charakterystykę opóźnień polityki fiskalnej i monetarnej można znaleźć w: T. Kowalski: *Proces...*, op.cit., s. 81-125.

<sup>111</sup> A. Wojtyna: *Niezależność...*, op.cit., s. 98.

<sup>112</sup> R. W. Ferguson Jr.: *Should Financial Stability...*, op.cit.

liwia mu dążenie do celu stabilności finansowej<sup>113</sup>. Należy jednak zwrócić uwagę na możliwe konflikty tych działań z celem stabilności cen oraz ogólnosiatową tendencją do delegowania poszczególnych działań na odrębne podmioty.

Odpowiednio formułowane regulacje tworzą ramy właściwego funkcjonowania i stabilności całego systemu bankowego (jak również systemu finansowego) oraz skłaniają uczestniczące w nim podmioty do należytego zarządzania ryzykiem (co jest zgodne z nową filozofią sprawowania nadzoru, przypisującą duże znaczenie dyscyplinie rynkowej<sup>114</sup>). Odpowiedzialność za tworzenie i wprowadzanie wspomnianych regulacji spoczywa na banku centralnym i instytucjach nadzorczych. Należy przy tym podkreślić, że idea dyscypliny rynkowej jest sprzeczna z aktywną postawą tych instytucji, traktowanych jako „strażnicy bezpieczeństwa”. Również analizy, dotyczące sytuacji Japonii w drugiej połowie lat 90., sugerują unikanie bezpośredniej interwencji banków centralnych (np. poprzez zaostrzenie obowiązujących regulacji ostrożnościowych) w okresie ekspansji kredytowej (wywołanej nadmiernym wzrostem cen aktywów)<sup>115</sup>.

Z punktu widzenia stabilności finansowej do najważniejszych cech nadzoru ostrożnościowego należą jego skuteczność i efektywność<sup>116</sup> oraz elastyczność, natomiast najpoważniejszym problemem jest nadmierna wyrozumiałość (*forbearance*)<sup>117</sup>. Jednocześnie należy podkreślić, że instytucjonalna forma nadzoru wzbudza spore kontrowersje. Wśród ekonomistów trwa debata nad słusnością umiejscowienia go w banku centralnym lub poza nim<sup>118</sup> – w praktyce spotyka się różne rozwiązania<sup>119</sup>. Należy zauważyć, że delegowanie

odpowiedzialności za nadzór na odrębne instytucje pozwala uniknąć potencjalnych konfliktów w realizacji celu stabilności cen<sup>120</sup>.

Jak podkreśla V. Kraft, banki centralne są też z definicji zaangażowane w tworzenie sieci bezpieczeństwa, ponieważ (według koncepcji H. Thorntona) tradycyjnie dostarczały płynność instytucjom finansowym znajdującym się w kłopotach<sup>121</sup>. Współcześnie znaczenie właściwej konstrukcji sieci bezpieczeństwa podkreśla się zarówno w kontekście zapobiegania kryzysom (np. wspieranie dyscypliny rynkowej, zapewnianie sprawnego funkcjonowania systemu ochrony depozytów, dbanie o płynność instytucji finansowych, zapobieganie runom na banki), jak i rozwiązywania problemów z zaburzeniami stabilności (wspieranie instytucji finansowych). Błędne rozwiązania w tym zakresie wzmocniają pokusę nadużycia (*moral hazard*)<sup>122</sup>. Również w tym przypadku nie ma jednolitego stanowiska, wskazującego na najlepszą koncepcję systemu ochrony depozytów (tworzony przez bank centralny, z jego udziałem, czy przez osobną instytucję; uczestnictwo w nim obowiązkowe czy dobrowolne)<sup>123</sup> i kredytodawcy ostatniej instancji (umiejscowienie w banku centralnym, w ramach systemu ochrony depozytów czy osobnej instytucji)<sup>124</sup>. W praktyce, w poszczególnych krajach można spotkać wszystkie wskazane rozwiązania<sup>125</sup>. Ich przykłady wskazują, że sieć bezpieczeństwa tworzona przez bank centralny nasila hazard moralny i może być źródłem potencjalnych konfliktów z celem stabilności cen (zasilenie płynności systemu bankowego może powodować napięcia inflacyjne). Sposobem na uniknięcie tych problemów ponownie jest umieszczenie sieci bezpieczeństwa poza bankiem centralnym.

W kontekście zapewnienia stabilności finansowej i zmniejszenia hazardu moralnego, umiejscowienie nadzoru i sieci bezpieczeństwa nie jest kwestią najistotniejszą<sup>126</sup>. Dużo większą rolę (obok wspomnianych właściwych regulacji oraz odpowiedniej konstrukcji in-

<sup>113</sup> F.S. Mishkin: *What Should Central Banks...*, op.cit.; R.W. Ferguson Jr.: *Should Financial Stability...*, op. cit.

<sup>114</sup> W nowej filozofii sprawowania nadzoru dużą wagę przywiązuje się także do: (1) kontroli ryzyka funkcjonowania instytucji finansowych (*risk based approach*) oraz (2) oceny adekwatności kapitałowej (dostosowanej do profilu ryzyka). Wprowadza się również koncepcję elastycznego nadzoru ostrożnościowego. Szerzej: W. McDonough: *The role of financial stability*. „BIS Review” 35/2001.

<sup>115</sup> K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka: *The Asset Price Bubble...*, op. cit., s. 431.

<sup>116</sup> F.S. Mishkin prezentuje siedem cech skutecznego nadzoru, podkreślając znaczenie kontroli ryzyka, niezależności i przejrzystości nadzoru oraz koncepcji PCA (F.S. Mishkin: *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*. NBER Working Paper No. 8087, Cambridge, January 2001, s. 134-135).

<sup>117</sup> M. Kiedrowska, P. Marszałek: *Stabilność finansowa ... Część I*, op. cit., s. 33-34.

<sup>118</sup> Szerzej: F.S. Mishkin: *Prudential supervision. Why is it important and where are the issues?* NBER Working Paper No. 7926, Cambridge, September 2000. Ch. Kahn, J. Santos: *Allocating bank regulatory powers: lender of last resort, deposit insurance and supervisions*. BIS Working Papers, No. 102, August 2001; G. Di Giorgio, C. Di Noia: *Designing institutions for financial stability. Regulation and supervision by objectives in the Euro area, preliminary version*, November 2000.

<sup>119</sup> Nadzór jest zazwyczaj sprawowany przez bank centralny (m.in. w Grecji, Holandii, Irlandii, Portugalii i Włoszech), przez osobną instytucję (niezależną lub zależną od banku centralnego – np. w Polsce) lub przez ministerstwo finansów – w Belgii, Danii i Niemczech (Ch. Kahn, J. Santos: *Allocating bank regulatory powers...*, op.cit., s. 3).

<sup>120</sup> A. Icard: *Comments...*, op.cit.

<sup>121</sup> V. Kraft: *Safeguarding financial stability – key issues for the central bank*. „BIS Review” 63/2001, s. 2.

<sup>122</sup> Szerzej: M. Kiedrowska, P. Marszałek: *Stabilność finansowa... Część I i II*, op.cit.

<sup>123</sup> Ch. Kahn, J. Santos: *Allocating bank regulatory powers...*, op.cit.

<sup>124</sup> Dokładne omówienie tej problematyki zobacz w: X. Freixas, C. Giannini, G. Hoggart, F. Soussa: *Lender of last resort: a review of literature*. „Financial Stability Review”, November 1999, s. 151-168.

<sup>125</sup> W praktyce funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji pełni zazwyczaj bank centralny, natomiast za system ubezpieczenia depozytów odpowiada osobna instytucja (publiczna lub prywatna). Wyjątek stanowi tutaj niemiecki Liko Bank – prywatna instytucja będąca własnością banków i banku centralnego. Warto też dodać, że w USA, Kanadzie i Włoszech system gwarantowania depozytów częściowo odpowiada również za nadzór ostrożnościowy (Ch. Kahn, J. Santos: *Allocating bank regulatory powers ...*, op.cit., s. 3).

<sup>126</sup> Nie można jednak pominąć zagrożeń związanych z konfliktem celów poszczególnych instytucji (np. w przypadku wysokich kosztów likwidacji banku system gwarantowania depozytów może dążyć do wsparcia banku przez kredytodawcę ostatniej instancji, mimo że regulacje nadzorcze wskazywałyby na jego likwidację), które powinny być dodatkowo uregulowane. Szerzej: Ch. Kahn, J. Santos: *Allocating bank regulatory power ...*, op.cit., s. 3-5.

stytucji nadzorczych i sieci bezpieczeństwa) odgrywa koordynacja działań<sup>127</sup> i pogłębienie współpracy między nadzorcami a bankiem centralnym, m.in. poprzez ułatwienie wymiany informacji (zmniejszenie asymetrii informacji) oraz zbieżność praktyk. Formalnym przejawem takich działań jest udane wprowadzenie w życie rekomendacji opracowanych przez EFC (europejski Komitet Ekonomiczny i Finansowy), dotyczących współpracy między nadzorcami (oraz nadzorcami a bankami centralnymi)<sup>128</sup>. Współpraca poszczególnych instytucji (międzysektorowa i międzynarodowa) odbywa się na podstawie dwustronnych i wielostronnych porozumień, tzw. Memoranda of Understanding (MoUs)<sup>129</sup>.

W ostatnich latach coraz większy nacisk kładzie się również na działania banku centralnego związane z analizowaniem i monitorowaniem sytuacji makroekonomicznej i mikroekonomicznej, będące wyrazem większego zainteresowania stabilnością finansową. Umożliwiają one lepsze zrozumienie przyczyn słabości systemu finansowego i (w miarę możliwości) eliminowanie ich przez bank centralny oraz instytucje nadzorcze<sup>130</sup>, a także informowanie uczestników rynku (w tym pośredników finansowych) o potencjalnych zagrożeniach niestabilności. W ramach tych działań banki centralne (przy współpracy z instytucjami nadzorczymi oraz międzynarodowymi organizacjami finansowymi: BIS, ECB, IMF) konstruuja specjalne narzędzia i modele, obejmujące zestawy wskaźników (*macroprudential indicators*) i systemy wczesnego ostrzeżenia (*early warning systems*). Ich wyrazem są liczne opracowania na ten temat i coraz bardziej rozbudowane raporty – miesięczne, kwartalne i roczne, publikowane przez banki centralne.

Monitorowanie sytuacji gospodarki i bieżące informowanie uczestników rynku jest pośrednim, choć skutecznym sposobem wpływania banku centralnego na ich zachowania oraz promowania właściwego podejścia do zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych. Na podstawie doświadczeń Japonii K. Okina *et al.* zaleca szczególnie wnikliwą analizę stopy przyrostu kredytów (stopnia jej nieadekwatności do tempa wzrostu gospodarczego) i próbę uświadomienia instytucjom finansowym (np. za pomocą perswazji) związanego z tym ryzyka powstania bąbli spekulacyjnych<sup>131</sup>.

<sup>127</sup> Por. P. Lowe: *Maintaining financial stability: Possible policy options*. Sveriges Riksbank Economic Review, No. 2/2001, s. 32.

<sup>128</sup> *Report on financial stability*. Economic Paper of the EU, No. 143, May 2000.

<sup>129</sup> Np. w Polsce odpowiednie MoUs połączyły KBN z KPWiG oraz UNFE, a także te dwie ostatnie instytucje. Krajowi nadzorcy podjęli też współpracę z partnerami zagranicznymi (np. KPWiG łączy MoUs z instytucjami odpowiedzialnymi za nadzór nad rynkami kapitałowymi z Niemiec, Francji, Włoch, Austrii i Węgier (*Republic of Poland: Financial Stability Assessment*. Washington DC 2000 IMF, s. 40-41).

<sup>130</sup> V. Kraft: *Safeguarding Financial Stability – Key Issues for the Central Bank*. „BIS Review” 63/2001, s. 2.

<sup>131</sup> K. Okina, M. Shirakawa, S. Shiratsuka: *The Asset Price Bubble...*, op.cit., s. 444.

Dobra sytuacja instytucji finansowych jest kolejnym ważnym aspektem stabilności finansowej, do której również może się pośrednio przyczyniać bank centralny (poprzez wspomniane regulacje i działania oraz budowanie stabilnego otoczenia makroekonomicznego). Jednocześnie należy pamiętać, że w przypadku działań opisanych w tym rozdziale wpływ banku centralnego na stabilność finansową jest bardziej ograniczony niż poprzez dbanie o stabilność cen w średnim i długim okresie<sup>132</sup>. Obszar wpływu banku centralnego ogranicza się do systemu bankowego i rynku pieniężnego. Potwierdza to tezę, że dbanie o stabilność cen i prawidłowe funkcjonowanie rynku finansowego w ramach funkcji banku banków jest najlepszym – choć niestety niewystarczającym<sup>133</sup> – sposobem oddziaływania władz monetarnych na stabilność finansową.

## Podsumowanie

Zarówno względy teoretyczne (związane z ewolucją teorii ekonomicznych i postrzegania roli banku centralnego), jak i empiryczne (obniżenie przeciętnego poziomu inflacji) dowodzą, że bank centralny najbardziej – i przy tym bezpośrednio – może się przyczyniać do stabilności finansowej dbając o stabilność cen w średnim i długim okresie. Niska i stabilna inflacja niesie wiele korzyści – przyczynia się do trwałego rozwoju gospodarki i rynku finansowego – a brak zaburzeń ogranicza dodatkowe zagrożenia stabilności finansowej. Można więc uznać, że stabilność cen jest warunkiem koniecznym, chociaż niewystarczającym stabilności finansowej. Warto też dodać, że osiągnięcie celu stabilności cen w sytuacji permanentnych zaburzeń stabilności finansowej nie jest możliwe. Oznacza to, że oba cele można uznać za komplementarne (z uwzględnieniem horyzontu czasowego).

Na obszarze związanym ze stabilnością finansową ważna jest też wiarygodność i przejrzystość polityki banku centralnego (które wzmacniają skuteczność polityki pieniężnej oraz korzystnie oddziałują na stabilność finansową), a także odpowiednie „potraktowanie” cen aktywów. Rosnące znaczenie kształtowania się tych cen (dla stanu gospodarki) powinno znaleźć odbicie w formułowaniu polityki banku centralnego, jednak tylko jako wielkość referencyjna. Obciążenie władz monetarnych odpowiedzialnością za stabilizowanie cen aktywów wydaje się – w kontekście przedstawionych w opracowaniu argumentów – niecelowe, a skutki mogą

<sup>132</sup> I. J. Macfarlane wskazuje, że właśnie utrzymanie niskiej i stabilnej inflacji jest najlepszym sposobem, w jaki polityka pieniężna może się przyczynić do zapewnienia zdrowych struktur gospodarki i przedłużenia okresu jej ekspansji (I. J. Macfarlane: *Mr. Macfarlane reviews monetary policy, growth and unemployment in Australia*. „BIS Review” No. 53/1997, s. 8).

<sup>133</sup> Podkreślał to W.R. White, analizując przypadek Japonii (W.R. White: *Comment* (to M. Goodfriend). *Monetary and Economic Studies* (Special Edition), February 2001, s. 167).

się okazać odwrotne do oczekiwanych. Co więcej, może to także zagrażać realizacji podstawowego celu banku centralnego – stabilności cen.

Należy podkreślić, że bank centralny w swoich działaniach również pośrednio przyczynia się do zwiększenia stabilności finansowej. Szczególnie ważne są tutaj obszary związane z funkcją banku banków, a w tym tworzenie właściwych podstaw rozwoju rynku finansowego i funkcjonowania jego uczestników. Rynek finansowy to również płaszczyzna łącząca aspekty makro (polityka pieniężna) i mikro (regulacje i nadzór, system ochrony depozytów oraz kredytodawca ostatniej instancji) oddziaływania banku centralnego na stabilność. W tym kontekście bardzo istotna jest współpra-

ca, podejmowana przez bank centralny zarówno na poziomie gospodarki (zwłaszcza koordynacja z polityką fiskalną), jak i na poziomie instytucji (odpowiedzialnych za rozwój i stabilność rynku finansowego), szczególnie w sytuacji delegowania pewnych obszarów działań banku centralnego na osobne podmioty.

Mimo napotykanich w literaturze propozycji ważne jest jednak, aby bank centralny formalnie był odpowiedzialny jedynie za stabilność cen. Obciążenie go dodatkowym celem – stabilności finansowej – prowadzi do zbyt wielu problemów (wynikających głównie z pośredniego wpływu, lub nawet jego braku, władz monetarnych na większość jej aspektów) oraz może zmniejszyć jego skuteczność w dążeniu do stabilności cen.