

# Ryszard Kokoszczyński, „Współczesna polityka pieniężna w Polsce”

## Review of the book by Ryszard Kokoszczyński, “Monetary policy in Poland”

Warszawa 2004, PWE

*rec. Wojciech Pacho\**

Piśmiennictwo dotyczące polityki pieniężnej i bankowości centralnej jest niezwykle obszerne, jednak nie ma zbyt wiele syntetycznych analiz ewolucji polskiej polityki. Książka R. Kokoszczyńskiego znakomicie wzbogaca naszą wiedzę na tym obszarze badawczym.

Omawiana pozycja składa się z trzech części. W pierwszej przedstawiony został historyczny rozwój makroekonomii, co ma – zdaniem Autora – pomóc w lepszym zrozumieniu obecnych teoretycznych podstaw polityki pieniężnej. Autor cofa się do dosyć odległego etapu rozwoju ekonomii, bo aż do jej początków – merkantylizmu i pierwszych klasyków. Wydobywa z ich rozważań to, co jest istotne dla polityki pieniężnej: neutralny charakter pieniądza w długim okresie i monetarne źródło inflacji. Z tego wynika ogólne spostrzeżenie klasyków o nieskuteczności polityki pieniężnej. Dalej Autor wprowadza czytelnika w kolejne fazy ewolucji makroekonomii począwszy od Keynesa, poprzez monetarystów, nową szkołę klasyczną, teorie cyklu realnego i kończy na nowej ekonomii keynesowskiej. Główne wyniki tej debaty, ciągnącej się przez wiele lat, sprowadza się do uznania tezy o neutralności pieniądza w długim okresie. Konsekwencją akceptacji tej tezy jest przyjęcie za cel polityki pieniężnej stabilizacji poziomu cen (inflacji). Jest to dominujące przekonanie we współczesnej literaturze.

Oprócz celu polityki pieniężnej istotną kwestią jest ustalenie strategii postępowania władzy monetarnej, aby ten cel zrealizować. W ciekawy i syntetyczny

sposób Autor omawia ewolucję strategii polityki pieniężnej na przykładzie wybranych krajów (Wielka Brytania, USA, Niemcy, Nowa Zelandia). Autor pokazuje drogę, jaką przeszły strategie banków centralnych od zasad opartych na kontroli podaży pieniądza do zasady bezpośredniego celu inflacyjnego. Oparcie się na kontroli podaży pieniądza miało mocne teoretyczne podstawy w uznawaniu inflacji za zjawisko monetarne. Stopniowe rozluźnianie związku między tradycyjnymi miarami agregatów pieniężnych a inflacją podkopywało strategię opartą na kontroli podaży pieniądza i było podstawą do przejścia do nowego typu polityki, opartego na bezpośrednim ustalaniu celu inflacyjnego.

Dynamiczny rozwój rynku finansowego zrodził istotny problem, a mianowicie wiarygodność banku centralnego jako warunek skuteczności osiągania założonych celów polityki pieniężnej. Chodzi o instytucjonalne uwarunkowania formułowania tych celów. Czy mają być ustalane zgodnie z dyskrejonalnymi działaniami banku centralnego, czy podporządkowane z góry ustalonym regułom reakcji banku centralnego na zdarzenia w gospodarce? Inaczej mówiąc, w jaki sposób można wyeliminować zjawisko zwane w teorii dynamiczną niespójnością polityki pieniężnej. Autor zwraca uwagę, że zarówno wynik debaty teoretycznej, jak i doświadczenia banków centralnych z ostatnich lat sugerują, że zasadne jest oparcie się na rozwiązaniu mieszanym, łączącym ramowe re-

\* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Katedra Teorii Systemu Rynkowego.

gęły działania z pewnym zakresem swobodnej reakcji banku centralnego. Należy również podkreślić, że dla rozwiązania problemu dynamicznej niespójności polityki pieniężnej istotna jest niezależność banku centralnego od struktur rządowych.

W drugiej części książki Autor skupia uwagę na analizie konkretnych wymiarów polityki pieniężnej, a mianowicie, jak jest operacjonalizowany cel polityki pieniężnej, tj. stabilność cen, oraz jakie szczególne rozwiązania instytucjonalne składają się na niezależność banku centralnego. Pierwsze zagadnienie odnosi się do ustalenia konkretnego poziomu inflacji, który będzie celem polityki pieniężnej. Autor rozważa trzy możliwe płaszczyzny, na których można próbować wyznaczyć konkretny poziom inflacji: jej wpływ na wzrost gospodarczy, dobrobyt społeczny oraz makroekonomiczne skutki zerowej inflacji.

Na podstawie wyników badań empirycznych, przytoczonych ze światowej literatury, Autor sugeruje, że poziom inflacji nieszkodzący wzrostowi gospodarczemu może zawierać się w przedziale 1–3%. Z kolei z punktu widzenia dobrobytu najlepszym rozwiązaniem jest stałość poziomu cen. Jednak dla wpływu władzy monetarnej na poziom realnej stopy procentowej korzystne jest dopuszczenie do wzrostu poziomu cen. W gospodarce ze stałym poziomem cen nie byłoby możliwe uzyskanie ujemnej realnej stopy procentowej, gdyż nominalne stopy procentowe nie mogą być ujemne. Jednak ujemna realna stopa procentowa może mieć znaczenie dla pobudzania działalności gospodarczej. Jest zatem społecznie pożądane, aby bank centralny miał na tyle szerokie możliwości wpływu na nominalne stopy procentowe, by mógł spowodować spadek jej realnej wartości do ujemnego poziomu. To z kolei wymaga istnienia w gospodarce inflacji. Ryzyko natrafienia na dolne ograniczenie nominalnej stopy procentowej, tzn. ograniczenie, przy którym bank centralny będzie miał trudności z przeciwdziałaniem negatywnym wstrząsom, może pojawić się przy stopie inflacji niższej niż 2%.

Ostatecznie, biorąc pod uwagę oddziaływanie inflacji na wszystkich trzech obszarach gospodarki (wzrost, dobrobyt, dolne ograniczenie nominalnej stopy procentowej), Autor dochodzi do wniosku, że bezpośredni cel inflacyjny w krajach rozwiniętych może być ustalony jako przedział 1–3%.

Na podstawie światowej dyskusji o niezależności banku centralnego Autor stwierdza, że dominuje pogląd, iż cele polityki pieniężnej powinny być ustalone przez ośrodki decyzyjne zewnętrzne wobec banku centralnego. Istnieje bowiem groźba, że bank centralny mający w tej dziedzinie niezależność mógłby odchodzić od fundamentalnego celu, jakim jest stabilność cen. Realizacja celów polityki pieniężnej, według powszechnej opinii teoretyków, wymaga natomiast pełnej niezależności, tj. przestrzegania zakazu

kredytowania rządu oraz niezależności osobistej władz banku centralnego od ośrodków politycznych. Tę ostatnią zazwyczaj zapewnia się dzięki powoływaniu zarządu banku centralnego na okres dłuższy niż kadencja władz politycznych, zablokowaniu w trakcie trwania kadencji możliwości jego odwołania przez polityków oraz udziałowi w powoływaniu władz banku więcej niż jednego ośrodka władzy politycznej.

Trzecia część książki jest poświęcona historycznej analizie polityki pieniężnej w Polsce w okresie transformacji systemowej (głównie po 1989 r., gdy transformacja oznaczała radykalną zmianę ustroju gospodarczego i politycznego). Według Autora rynkowy charakter polityki pieniężnej datuje się mniej więcej od lat 1993–1995. Przejście w strategii polityki pieniężnej od sterowania podażą pieniądza do bezpośredniego celu inflacyjnego nastąpiło natomiast w 1998 r. Wiązało się to z przejściem w tym samym okresie od sztywnego do płynnego kursu walutowego jako warunku efektywnej realizacji nowej strategii. Dzięki temu odniesiono niebywały sukces w zdławieniu inflacji, która w 2002 r. spadła do 1,9% (przeciętna roczna). Koszt tej strategii upatrywany jest w drastycznym spadku w tym okresie dynamiki wzrostu gospodarczego.

Ewolucji strategii polityki pieniężnej towarzyszyła zmiana instytucjonalnych rozwiązań, na których opierał swoją działalność Narodowy Bank Polski. Autor w syntetycznym ujęciu prezentuje ewolucję NBP w kierunku podmiotu polityki pieniężnej z niezbędnym zakresem niezależności odpowiadającym standardom międzynarodowym.

Książkę zamykają ekonometryczne analizy polskiej polityki pieniężnej. Autor opiera się przede wszystkim na modelach stworzonych i testowanych w Narodowym Banku Polskim. Omówione zostały proste modele jednowymiarowych charakterystyk restrykcyjności polityki pieniężnej, modele autoregresji wektorowej (VAR) oraz modele strukturalne. Na podstawie analizy wyników uzyskanych z tych modeli Autor formułuje dwa istotne wnioski. Pierwszy odnosi się do oceny restrykcyjności polityki pieniężnej w badanym okresie. W początkowych miesiącach 1998 i 1999 r. oraz przez znaczną liczbę miesięcy w latach 2000–2001 polityka pieniężna charakteryzowała się dużą restrykcyjnością. Drugi wniosek wskazuje na bardziej ogólną ocenę postępowania banku centralnego: polska polityka pieniężna nie odbiega od polityki pieniężnej krajów o dużo dłuższej historii funkcjonowania rynku niż nasza rodzima.

Książkę szczególnie warto polecić wszystkim zainteresowanym pogłębianiem wiedzy z dziedziny polityki pieniężnej i bankowości centralnej. Również osoby zajmujące się teorią makroekonomii znajdą w tej pozycji wiele interesujących przyczynków do rozważań na temat polityki makroekonomicznej.

## Urszula Ziarko-Siwiek, „Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce”

### Review of the book by Urszula Ziarko-Siwiek, ”Communication Efficiency of the Financial Market in Poland”

Warszawa 2005, CeDeWu

*rec. Marcin Stamirowski\**

Jednym z podstawowych wyznaczników dojrzałości rynku finansowego jest równy dostęp wszystkich jego uczestników do – przekazywanych odpowiednio szybko – informacji o istotnym znaczeniu dla wyceny aktywów finansowych. Zasób informacji, jakim dysponują inwestorzy, ma bezpośredni wpływ na ich decyzje, a w konsekwencji również na ceny instrumentów będących przedmiotem obrotu na tym rynku. Na dostatecznie rozwiniętym rynku finansowym wszystkie istotne dla inwestorów informacje powinny zatem odpowiednio szybko znaleźć odzwierciedlenie w cenach aktywów. Innymi słowy, taki rynek powinien spełniać warunek efektywności informacyjnej.

Książka autorstwa Urszuli Ziarko-Siwiek jest pogłębionym studium hipotezy efektywności informacyjnej krajowego rynku finansowego, przy czym tytuł opracowania niedostatecznie precyzyjnie oddaje jego treść. Przede wszystkim, jak często podkreśla sama autorka, przedmiotem jej rozważań jest efektywność informacyjna w ścisłym powiązaniu z przejrzystością i wiarygodnością polityki pieniężnej. Ponadto, analiza dotyczy nie tyle rynku finansowego ogólnie, ile tych jego segmentów, na których przedmiotem obrotu są finansowe instrumenty procentowe: depozyty rynku pieniężnego, kontrakty forward na stopę procentową (FRA), obligacje skarbowe, jak również transakcje wymiany płatności odsetkowych (ang. *Interest Rate Swap* – IRS). Przeprowadzając operacje otwartego

rynku, bank centralny ma wpływ na poziom oraz dynamikę krótkiego końca krzywej dochodowości. W pozostałych segmentach krzywej bezpośrednie decyzje władz pieniężnych dotyczące stóp procentowych stopniowo tracą swoją pierwszoplanową rolę. Znaczenia nabiera średnio- i długoterminowa wiarygodność polityki pieniężnej, postrzegana przez uczestników rynku przez pryzmat oczekiwań inflacyjnych. Stąd zainteresowanie autorki właśnie rynkiem finansowych instrumentów procentowych; stąd również konieczność prowadzenia analizy efektywności tego segmentu w ścisłym związku z przejrzystością i wiarygodnością polityki pieniężnej.

Jak słusznie podkreśla autorka we wstępie, dotychczasowe badania (zarówno polskie, jak i zagraniczne) z zakresu efektywności dotyczyły przede wszystkim rynku akcji. Prawdopodobnie najważniejszą przyczyną tego stanu rzeczy, zwłaszcza w przypadku krajowego rynku finansowego, jest utrudniony dostęp do odpowiedniej jakości danych. Dane cenowe z rynku giełdowego są dostępne publicznie. Obrót finansowymi instrumentami procentowymi odbywa się natomiast głównie na rynku międzybankowym, z którego dane są dostępne dla znacznie węższego grona podmiotów. Tym większe uznanie należy się

\* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Katedra Skarbowości.

autorce za wysiłek, jaki włożyła w kompilację zbioru danych wykorzystanego w badaniu. Niestety, brak bliższych informacji na temat źródeł nie pozwala w pełni docenić walorów empirycznej części opracowania, o czym szerzej w dalszej części recenzji.

Pierwszy rozdział książki jest poświęcony charakterystyce krzywej dochodowości. Znalazł się w nim opis klasycznych teorii opisujących położenie, jak również zmiany krzywej: teorii oczekiwań, preferencji płynności, segmentacji rynku oraz preferowanych habitatów. Istotnym walorem tej części opracowania, którą docenią zapewne zarówno teoretycy, jak i praktycy rynku finansowego, jest zwięzła typologia najczęściej używanych metod konstrukcji zerokuponowej krzywej dochodowości. Szeroko omówiono ponadto walory informacyjne krzywej dochodowości – w zakresie prognozowania przyszłych stóp procentowych<sup>1</sup>, inflacji, jak również (w szerszym ujęciu) przyszłej sytuacji gospodarczej. Warto przy tym zwrócić uwagę, że – oprócz opracowań wymienionych w książce – związki pomiędzy krzywą dochodowości a sytuacją gospodarczą są przedmiotem badań bardzo prędko rozwijającej się w ostatnich latach dziedziny z pogranicza makroekonomii i nowoczesnej teorii finansów. Sztandarym przykładem badań z tego zakresu są prace m.in. F. Diebolda, Ch. Evansa i D. Marshalla, M. Piazzesi oraz G. Rudebuscha.

W drugim rozdziale zamieszczono pogłębioną charakterystykę hipotezy rynku efektywnego. Bardzo szczegółowo opisano pojęcie efektywności rynku – jak słusznie podkreśla autorka na s. 50, funkcjonuje ono nie tylko w kontekście przepływu informacji i jego wpływu na ceny instrumentów, ale również w sensie transakcyjnym i alokacyjnym.

W warunkach realizacji przez bank centralny polityki bezpośredniego celu inflacyjnego efektywność rynku stóp procentowych ma ścisły związek z przejrzystością i wiarygodnością samej polityki pieniężnej. Dlatego wiele miejsca w książce poświęcono właśnie tej ostatniej problematyce.

W świetle niezwykle interesujących rozważań autorki dotyczących tego zagadnienia można zaryzykować stwierdzenie, że to decydenci w sferze polityki monetarnej powinni być szczególnie zainteresowani jak największą efektywnością informacyjną rynku finansowych instrumentów procentowych. Tylko taki rynek dostarcza bowiem władzom monetarnym wiarygodnych sygnałów na temat tego, jak inwestorzy postrzegają ich intencje oraz szanse realizacji polityki pieniężnej.

Na s. 71 autorka pisze, że „przejrzystość polityki pieniężnej poprawia efektywność informacyjną rynku”. Interesującym przykładem, który przeczy tej logicznej i intuicyjnej tezie, jest rynek amerykański. Bank Rezerwy Federalnej za czasów Alana Greenspana nie uchodził za wzór przejrzystości. Co więcej, realizacja polityki pieniężnej Fed w dalszym ciągu odbywa się bez wskazania *explicite* celu ilościowego. Mimo to tamtejszy rynek finansowy może uchodzić za godny naśladowania wzór efektywności informacyjnej, czego dowodzą badania cytowane przez autorkę na s. 97. Oczywiście nie można wykluczyć, że zwiększenie przejrzystości polityki pieniężnej w wykonaniu Fed przyczyniłoby się do dalszego wzrostu efektywności amerykańskiego rynku stóp procentowych. Jednak na marginesie warto zauważyć, że decydenci w sferze polityki pieniężnej łatwo mogą się stać zakładnikami przejrzystości – czego boleśnie doświadczył następca A. Greenspana na stanowisku szefa Fed, Ben Bernanke. W odróżnieniu od swojego popularnego poprzednika jest zdeklarowanym orędownikiem przejrzystości w polityce pieniężnej, w szczególności wprowadzenia celu inflacyjnego. Po wystąpieniu w Kongresie w kwietniu 2006 r. rynek opacznie zrozumiał jego wypowiedzi (przyznał to zresztą sam obecny prezes Fed), co wywołało krótkotrwale zamieszanie na rynku finansowym USA.

Przedmiotem analizy w dalszej części książki (rozdziały od 3. do 5.) jest reakcja krajowej krzywej dochodowości na dwa typy zdarzeń, które regularnie pojawiają się w polskim życiu gospodarczym:

1) decyzję Rady Polityki Pieniężnej o zmianie lub pozostawieniu na dotychczasowym poziomie stóp procentowych banku centralnego,

2) publikację przez GUS danych o inflacji.

Są to najważniejsze, publikowane okresowo informacje, które regularnie oddziałują na krajową krzywą dochodowości. Oczywiście krzywa ciągle jest pod wpływem strumienia różnorodnych bieżących informacji, jednak cel badania wymagał jasnego, precyzyjnego określenia rodzaju zdarzeń oddziałujących na terminową strukturę stóp procentowych.

Do zbadania efektywności krajowego rynku stóp procentowych wykorzystano testy zdarzeń oparte na względnych zmianach rynkowych stóp procentowych, jak również testy zdarzeń powiązane z badaniem istotności parametrów odpowiednich regresji liniowych. Testy pozwoliły na ocenę zarówno szybkości, z jaką rynek reagował na nowe informacje, jak i siły reakcji inwestorów na informacje nieoczekiwane.

Należy zwrócić uwagę, że wpływ wiarygodności polityki pieniężnej oraz wpływ efektywności rynku okazują się bardzo trudne do empirycznego rozróżnienia, o czym świadczy chociażby konkluzja na s. 136 książki: brak wpływu zmian stóp banku centralnego na zmiany długoterminowych stóp procento-

<sup>1</sup> Na marginesie warto zauważyć, że prognozowanie krótkoterminowych stóp procentowych na podstawie bieżącej krzywej dochodowości odbywa się najczęściej przy milczącym założeniu słuszności czystej teorii oczekiwań, która skądinąd jest powszechnie (i słusznie) uznawana za mało realistyczną.

wych może być interpretowany jako skutek jednego lub drugiego czynnika.

Warto podkreślić dużą staranność, z jaką autorka przeprowadziła analizę empiryczną. Co szczególnie ważne, zastosowana metodologia umożliwiła badanie nie tylko reakcji krzywej (bądź jej braku) na faktyczne informacje, ale również analizę zmian stóp procentowych pod wpływem oczekiwań rynkowych jeszcze przed publikacją odpowiednich danych. Podejście takie jest spójne z faktycznym mechanizmem działania inwestorów. Uczestnicy rynku konfrontują bowiem uzyskane informacje ze swoimi oczekiwaniami dotyczącymi decyzji władz monetarnych lub oczekiwaną stopą inflacji. Na rynku efektywnym zmiany cen aktywów finansowych pod wpływem określonych informacji występują tylko w takim zakresie, w jakim informacje te odbiegają od oczekiwań rynkowych<sup>2</sup>. W tym kontekście istotne jest, że w analizie wpływu polityki pieniężnej na krzywą dochodowości autorka uwzględniła nie tylko decyzje RPP o zmianie stóp procentowych, ale również ich brak.

Jak już wspomniano, do badania autorka wykorzystała stopy procentowe z najważniejszych segmentów krajowego rynku instrumentów procentowych, przy czym – niestety – nie wskazała źródeł danych. Jest to dosyć istotny mankament zwłaszcza w przypadku obligacji skarbowych, które są przedmiotem obrotu zarówno na rynku międzybankowym, jak również (w znacznie mniejszym zakresie) na platformie elektronicznej MTS Poland oraz na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W tym przypadku nie wiadomo zatem, który rynek *de facto* został poddany testowaniu pod kątem efektywności.

Zgodnie z wynikami obszernej analizy, rynek pieniężny w dostępnej próbie stopniowo, z upływem czasu nabierał cech rynku efektywnego. Rynek obligacji okazał się zasadniczo efektywny, w odróżnieniu od segmentu kontraktów IRS. Jednocześnie, zgodnie z intuicją, stopy długoterminowe wykazały względnie większą wrażliwość na informacje o inflacji, podczas gdy stopy krótkoterminowe znajdowały się pod większym wpływem zmian stóp oficjalnych.

Niejednoznaczne rezultaty mogą do pewnego stopnia wynikać z metodologii zastosowanej w bada-

niu. Wydaje się, że przyjęty przez autorkę podział na rynek pieniężny, obligacji i transakcji IRS, jest nieco mechaniczny. W praktyce te same podmioty działają jednocześnie przynajmniej w kilku segmentach rynku finansowego<sup>3</sup>. Na przykład zakup obligacji skarbowych jest często finansowany syntetycznymi pożyczkami na rynku *fx swap*, a zakupione portfele obligacji mogą być zabezpieczone transakcjami IRS, na co zresztą wskazuje autorka na s. 170. Trudno więc wskazać racjonalne powody, by ten sam zasób informacji był efektywniej wykorzystywany w określonym segmencie rynku w porównaniu z innymi w sytuacji, w której graczami we wszystkich segmentach często są te same podmioty.

W związku z tym wydaje się, że ciekawym uzupełnieniem analizy przedstawionej w książce mogłoby być badanie zmian stóp zwrotu z określonych strategii (np. finansowany na rynku pieniężnym zakup obligacji zabezpieczonych kontraktami IRS) pod wpływem określonych impulsów, takich jak informacje o zmianie stóp procentowych czy wskaźniku CPI. Autorka wskazuje zresztą na możliwość zastosowania określonych strategii inwestycyjnych do testowania hipotezy o efektywności (s. 54).

Innym możliwym, a nawet wskazanym rozwiązaniem byłoby zbadanie wpływu nowych informacji na zmiany całej krzywej dochodowości, a nie tylko jej poszczególnych segmentów. Zasadności takiego podejścia dowodzi choćby analiza przedstawiona w rozdziale 3 (s. 77–78). Zgodnie z nią właściwa interpretacja decyzji banku centralnego o podwyższeniu stopy oficjalnej jest możliwa tylko przy uwzględnieniu relatywnych zmian (bądź ich braku) krótkiego i długiego końca krzywej dochodowości. Dodatkowym walorem takiego badania byłaby możliwość uwzględnienia nierównoległego przesunięcia krzywej dochodowości.

Książka Urszuli Ziarko-Siwiek jest ważną pozycją w krajowej literaturze finansowej. Autorka kompetentnie i interesująco przeanalizowała efektywność informacyjną polskiego rynku finansowych instrumentów procentowych. Brak jednoznacznych wyników będzie z pewnością stanowił zachętę – zarówno dla samej autorki, jak i dla innych specjalistów z dziedziny finansów i polityki pieniężnej – do dalszego zgłębiania tej skomplikowanej materii.

<sup>2</sup> Oczywiście w takim ujęciu rynek jest nieefektywny również wówczas, gdy jego uczestnicy popełniają systematyczne błędy prognoz, co może, ale wcale nie musi, wiązać się z przepływem informacji

<sup>3</sup> Przy czym, jak chce tego teoria segmentacji, różne podmioty działają w różnych segmentach z różnym natężeniem.