
Rola niezależności, wiarygodności i polityki informacyjnej EBC w procesie prowadzenia polityki pieniężnej

Paweł Smaga

STRESZCZENIE:

Oprócz standardowych narzędzi polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, skuteczne jej prowadzenie warunkują także cechy jakościowe, takie jak niezależność, wiarygodność i przejrzystość. Są one trudno kwantyfikowalne, lecz równie ważne, gdyż stanowią kluczowy element funkcjonowania EBC. Niezależność jest nieodzownym elementem każdego banku centralnego, podczas gdy wiarygodność wpływa stabilizująco na poziom oczekiwań inflacyjnych. Ponadto polityka informacyjna jest bezpośrednim sposobem komunikacji EBC z rynkiem, a liczne publikacje i analizy stanowią cenne źródło informacji. Wspomniane cechy kształtowane są w długim okresie czasu i trudno o gotowe rozwiązania. Jest wiele argumentów zarówno za, jak i przeciw wysokiemu stopniowi, np. niezależności albo przejrzystości. Często uważa się, że przejrzystość banku centralnego powinna być zwiększana, lecz np. E.G. Corrigan proponuje ograniczyć transparentność na rzecz stosowania strategii „konstruktywnej niejednoznaczności”. Podobnie niezależność, jakkolwiek będąca pożądaną cechą, według E. Carré również nie może być nieograniczona, gdyż prowadziłyby to do „deficytu demokracji”. Brak jednoznaczności w dyskusji na temat ww. cech sprawia, że tematyka jest tym bardziej interesująca i warta bliższej analizy, którą autor podejmuje w artykule. Głównym jego celem jest próba zbadania i wskazania wagi wybranych jakościowych cech polityki pieniężnej (tj. niezależności, wiarygodności i przejrzystości) prowadzonej przez EBC. Cechy te dotyczą jednak całego obszaru działalności EBC, wpływając też na rolę banku centralnego w utrzymaniu stabilności systemu finansowego.

Wprowadzenie¹

Podstawową przesłanką skuteczności działania EBC jest jego niezależność, nadana mu przez art. 130 *Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej* (wersja skonsolidowana, TFUE). W nim określony został zakres podmiotowy tej niezależności, a mianowicie: EBC, każdy narodowy bank centralny oraz członek jakiegokolwiek z gremiów decyzyjnych tych instytucji. Podmioty te na mocy zapisów zawartych w TFUE i *Statucie ESBC* nie mogą przyjmować poleceń czy instrukcji, zarówno od rządów krajów UE, organów samej UE, jak i innych ciał. Wspomniane instytucje mają obowiązek szanować niezależność i nie wywierać żadnej presji (np. politycznej czy finansowej), wpływu na członków ESBC i EBC podczas wykonywania powierzonych im zadań. EBC funkcjonuje w znacznym stopniu autonomicznie oraz podejmuje działania we własnym imieniu, opierając się na prawach i obowiązkach, które zostały mu nadane w TFUE i *Statucie*. EBC jest jednak zobowiązany do przestrzegania zasad wspólnotowych, które dotyczą m.in. współpracy z innymi instytucjami UE, kontroli ETS dotyczącej przepisów wydawanych przez EBC, bezstronnej kontroli i audytu finansowego EBC oraz demokratycznej legitymizacji jego działań. Głównym celem artykułu jest analiza wybranych cech jakościowych związanych z funkcjonowaniem EBC (jak niezależność), szczególnie

¹ Pierwsza wersja: 28 maja 2011 roku, ostateczna wersja: 23 września 2011 roku.

w kontekście ich wpływu na skuteczność prowadzenia polityki pieniężnej. Analiza będzie przebiegała według następującego schematu. Na początku podjęta zostanie próba zdefiniowania danej cechy, uwzględniając różne możliwości rozumienia pojęcia wraz ze wskazaniem na różne rodzaje i wyzwania związane z jego kwantyfikacją. Następnie nacisk zostanie położony na konsekwencje zarówno braku, jak i nadmiaru danej cechy oraz przedstawione zostaną argumenty za i przeciw w oparciu o możliwości zastosowania konkretnych rozwiązań w praktyce.

Niezależność

Niezależność jest nieodzowną cechą EBC o największym znaczeniu, która ma warunkować skuteczność jego działań zmierzających do osiągnięcia celu, jakim jest stabilny poziom cen. W praktyce w dużej mierze bazuje ona na doświadczeniach Bundesbanku w skutecznej walce z inflacją. Bundesbank cieszył się światową renomą i sposób jego funkcjonowania wywarł duży wpływ na model funkcjonowania EBC (nie tylko w kontekście niezależności, ale i wiarygodności) oraz stanowił fundament przyszłego EBC. Ponadto w okresie tworzenia ESBC, także krajowe rozwiązania prawne musiały być dostosowane i zmienione tak, by gwarantować niezależność funkcjonowania krajowych banków centralnych (a więc i efektywność całego ESBC), szczególnie od jakiegokolwiek organu politycznego. Niezależność oznacza także, że EBC (a szerzej ESBC) jest jedynym organem w UE uprawnionym do prowadzenia (jednolitej) polityki monetarnej. Niezależność służy do zagwarantowania bezstronności decyzji i osłony EBC przed naciskami ze strony polityków, lobbystów czy członków rządu, np. odpowiedzialnych za politykę fiskalną. Ułatwia to EBC osiągnięcie głównego celu i jest kluczem do prowadzenia wiarygodnej polityki pieniężnej. To opinia podmiotów działających na rynkach finansowych, społeczeństwa na temat działań EBC i jego kompetencji zwiększa wiarę w ich efektywność. W przypadku wystąpienia konfliktu celów EBC², niezależność ma również umożliwić utrzymanie stabilności poziomu cen jako celu nadrzędnego, bez względu na priorytety rządów poszczególnych krajów czy nawet organów UE. Niezależność EBC, wbudowana w system walutowy UGW, może być rozumiana na kilku płaszczyznach, jako niezależność: prawna, instytucjonalna, osobista, funkcjonalna (operacyjna) i finansowa. Jest także szczególnie ważne, że oprócz EBC, zasada niezależności dotyczy organów narodowych banków centralnych, gdyż te jak już wspomniano, współpracują ściśle z EBC w wypełnianiu zadań związanych z uczestnictwem w ESBC.

Nadanie EBC niezależności było nie tylko jednym z elementów tworzenia UGW, ale uznaniem, że by móc skutecznie walczyć z inflacją, konieczne jest zmniejszenie wrażliwości banków centralnych na zewnętrzne naciski, zwłaszcza te, które mogą dotyczyć przyjmowania ekspansywnego nastawienia w polityce pieniężnej. Dodatkowo działania banku centralnego (w tym przypadku EBC) nie powinny w żaden sposób podlegać cyklowi politycz-

² Na przykład w sytuacji, gdy bank centralny zidentyfikował zagrożenie narastania bańki na rynku nieruchomości i istnieją przesłanki dla podwyżki stóp procentowych, by ograniczyć jej tempo wzrostu (cel – stabilność finansowa), a jednocześnie brak jest presji inflacyjnej w gospodarce, która uzasadniałaby zwiększenie poziomu stóp (cel – stabilny poziom cen), a mogłaby stworzyć zagrożenie dla perspektyw wzrostu gospodarczego w średnim okresie.

nemu. Taka postawa ma służyć utrwaleniu i stabilizacji nastawienia w polityce monetarnej oraz prowadzić do relatywnie niższego tempa wzrostu cen i obniżenia długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Niezależność może być także rozumiana jako swoboda, dowolność banku centralnego co do sposobu realizacji wyznaczonego celu, jak i doboru narzędzi/środków, za pomocą których zamierza go osiągnąć, a także i czasu trwania oraz momentu, kiedy zostaną one zastosowane.

Rodzaje niezależności

Niezależność w ujęciu prawnym wynika z przepisów prawa – to z nią ma być docelowo spójna niezależność faktyczna. Jest ona rozumiana jako umiejscowienie EBC w prawie UE i nadanie mu podstaw działania, z uwzględnieniem przepisów wewnętrznych EBC. W ramach niezależności prawnej mieści się nadanie osobowości prawnej bankom należącym do ESBC. W przypadku gdy niezależność prawna zostanie naruszona, EBC ma możliwość skierowania sprawy do ETS i obrony swoich racji. Z kolei niezależność instytucjonalna rozumiana jest jako autonomia banku i jego organów w stosunku do osób trzecich – oznacza to brak podatności na wpływy instytucji rządowych czy pozarządowych. Oznacza to, że zabronione jest, by EBC przyjmował jakiegokolwiek wytyczne od danej instytucji wbrew woli organów EBC, bez względu na ich charakter. Decyzje EBC nie mogą np. wymagać zgody, potwierdzenia organu krajowego, nie mogą również być przez nie anulowane, cenzurowane czy odraczane, jeśli dotyczą kompetencji ESBC. Poprzez niezależność instytucjonalną rozumie się także fakt, iż członkowie różnych instytucji czy politycy nie mogą uczestniczyć w pracach organów narodowych banków centralnych z prawem głosu. Mimo to, nie uniemożliwia to podejmowania współpracy i dialogu EBC z takimi instytucjami (w tym szczególnie z organami odpowiedzialnymi za politykę gospodarczą w UE), jeśli nie narusza to jego niezależności i nie wpływa na proces decyzyjny. Z drugiej strony, wyżej wymienione instytucje mają obowiązek nienaruszania niezależności instytucjonalnej EBC, toteż nie mogą udzielać (wiązących) instrukcji EBC, jego organom czy też organom narodowych banków centralnych należących do ESBC.

Niezależność personalna (osobista) wyraża się w tym, w jaki sposób i na jak długą kadencję mianowani są członkowie organów EBC, ale i też przesłanek, tj. z jakiej przyczyny mogą być odwołani ze swojego stanowiska oraz zagwarantowania, że nie może się to stać z innych powodów niż te wymienione w przepisach prawa. Daje to członkom organów EBC możliwość skupienia się na powierzonych im zdaniach i nie podlegania (politycznym) wpływom z zewnątrz oraz stabilizuje ich codzienną działalność. Ponadto odpowiednia wysokość uposażenia ma na celu przyczyniać się do zmniejszenia prawdopodobieństwa zachowania nieetycznego bądź sprzecznego z pełnionym stanowiskiem oraz nie stwarzać potrzeby szukania dodatkowego źródła zarobkowania. Osoby te nie mają możliwości w tym samym czasie pracowania w innym zawodzie czy sprawowania funkcji w innej instytucji, bez względu na jej charakter i odpłatność. Niezależność w rozumieniu personalnym wyraża się m.in. w tym, że kadencja członków Zarządu EBC jest wyznaczana na okres 8 lat

bez możliwości odnowienia. Aby zapewnić swobodę w podejmowaniu decyzji monetarnych, nie jest możliwe, by którykolwiek z członków organów EBC został zwolniony z pełnienia swoich funkcji na skutek (negatywnej oceny) jego decyzji co do kształtowania dotychczasowej polityki monetarnej, tzn. ocena *post factum* decyzji w zakresie polityki pieniężnej nie może być podstawą do zwolnienia. Członek zarządu może jednak zostać pociągnięty do odpowiedzialności przez ETS, gdy dopuści się poważnego uchybienia (art. 11 Statutu ESBC), lecz może się to stać tylko na wniosek zarządu bądź Rady Prezesów. Podobnie może mieć to miejsce w przypadku prezesa narodowego banku centralnego (przysługuje odwołanie do ETS).

Z kolei niezależność w ujęciu funkcjonalnym należy rozumieć jako wzajemne powiązania narodowych banków centralnych z ESBC i ich autonomię w wykonywaniu zadań dotyczących polityki pieniężnej (zapisanych w prawie wspólnotowym), zgodności zadań własnych tych banków centralnych z funkcjami ESBC oraz zgodności co do używanych instrumentów. Ważne jest tu powiązanie niezależności funkcjonalnej z prawną, gdyż dopóki istnieją różnice w krajowych i wspólnotowych rozwiązaniach prawnych określających prawa i obowiązki narodowych banków centralnych, dopóty niezależność funkcjonalna nie może być w pełni osiągnięta. Dane rozumienie niezależności dotyczy także takiego zorganizowania procesu działania organów narodowych banków centralnych i ich członków, by nie kolidowało to w żaden sposób z wypełnianiem ich funkcji w strukturach ESBC, zwłaszcza w procesie głosowania i podejmowania decyzji. Niezależność funkcjonalna umożliwiła bankom należącym do ESBC samodzielny i swobodny dobór narzędzi i instrumentów realizacji wyznaczonej strategii polityki pieniężnej oraz realizację powierzonych im zadań. Przykładem opisywanej niezależności jest wyłączne prawo do emisji monet i banknotów euro przez Radę Prezesów (art. 16 *Statutu ESBC*), która może upoważnić do tego EBC oraz narodowe banki centralne państw strefy euro (czy szerzej wyłączenie na prowadzenie polityki monetarnej w strefie euro). Każda emisja euro musi być zaakceptowana przez EBC i taki zapis zwiększa kontrolę EBC nad podażą pieniądza w strefie euro. Podobny wymiar kontroli sprawuje EBC nad systemem rezerw walutowych, nadzorując ich wykorzystanie. Dodatkowo zapis umożliwiający finansowanie potrzeb pożyczkowych rządów, szeroko pojętego długu publicznego umożliwia unikanie nacisków ze strony rządów poszczególnych państw i lobbystów co do kształtu aktualnej polityki pieniężnej (w przypadku Fed tak rozumiana autonomia jest mniejsza ze względu na dualizm celów). EBC także cały czas obserwuje rynek, czy nie dochodzi do prób ominięcia tego zapisu poprzez transakcje pośrednie, czy nabywanie papierów dłużnych instytucji rządowych. EBC ma do dyspozycji sankcje jako element dyscyplinujący, gdy jego niezależność zostanie zagrożona³.

³ Warto wskazać, że 7 sierpnia 2011 roku Rada Prezesów upoważniła EBC, poprzez mechanizm większościowego głosowania (w oparciu o interpretację art. 18.1 *Statutu ESBC*), w ramach Securities Markets Programme do (częściowo sterylizowanego) skupowania na rynku finansowym obligacji rządowych Hiszpanii i Włoch (a wcześniej Grecji, Portugalii i Irlandii). Zakup tych obligacji uzasadniony był przywróceniem sprawności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Skala skupu obligacji, jak i sama deklaracja doprowadziły do znaczącego (choć jak się okazało krótkotrwałego) spadku rentowności, co zmniejszyło koszty finansowania rządów. Jednak takie działanie może obniżyć jakość aktywów w bilansie EBC, szczególnie w przypadku spadku wartości tych obligacji. Z jednej strony może to być postrzegane jako

Ostatnim wymiarem niezależności jest niezależność finansowa, definiowana jako umiejętność narodowych banków centralnych do samodzielnego zdobywania źródeł finansowania dających środki wymagane do wykonywaniu ich obowiązków i zadań. Żadna instytucja rządowa nie może wywierać finansowych nacisków na funkcjonowanie banków centralnych ESBC czy EBC, a szczególnie w odniesieniu do członków poszczególnych organów. Banki te zarządzają własnymi środkami i posiadają źródła dochodów, które nie mogą być dodatkowo zasilane przez dotacje czy subsydia od rządu pod jakimikolwiek warunkami. Można to uznać za rozsądne rozwiązanie, ale warto wskazać, że nie wyklucza to organizowania projektów wspólnie z przedsiębiorstwami czy innymi instytucjami, gdzie EBC lub narodowy bank centralny współfinansuje inicjatywy np. mające na celu promowanie obrotu bezgotówkowego albo edukację finansową. Niesłusznym byłoby zabronienie bankowi centralnemu możliwości uzyskania współfinansowania jakiegokolwiek inicjatywy, jednak ważne jest, by nie wiązało się to z dodatkowymi obowiązkami, które mogłyby naruszyć jego niezależność. Budżety EBC i narodowych banków centralnych są niezależne od rządowych, a kapitał subskrybowanych EBC pochodzi tylko od narodowych banków centralnych krajów należących do ESBC (według danego klucza kapitałowego). EBC posiada zakres autonomii, określony w *Statucie* i wewnętrznych regulaminach, co do polityki kadrowej i płacowej, a podział wyniku finansowego jest określony w ww. przepisach. EBC posiada prawo do ochrony swojego majątku i nienaruszalności stanu posiadania. Prawo do rozporządzania aktywami może być ograniczone tylko i wyłącznie za potwierdzeniem ze strony ETS.

Warto zaznaczyć, że EBC bada co 2 lata m.in. stan konwergencji prawnej w krajach objętych derogacją pod kątem postanowień TFUE i *Statutu ESBC* (w tym przepisów dotyczących różnych aspektów niezależności), stopień przestrzegania zakazu finansowania potrzeb pożyczkowych rządu ze środków banku centralnego oraz integracji prawnej krajowych banków centralnych z Eurosystemem. W 2010 roku EBC stwierdził [EBC 2010, s. 51], że prawo polskie nie spełnia wszystkich wymagań dotyczących niezależności banku centralnego w ww. zakresie. Oznacza to, że NBP musi podjąć dalsze działania w zakresie spójności prawodawstwa krajowego z TFUE i *Statutem ESBC* w rozumieniu art. 131 TFUE⁴.

Argumenty za i przeciw niezależności

Dodatkowo można wyróżnić wspomnianą już niezależność celu banku centralnego, czyli dowolność w określaniu ostatecznego celu prowadzonej polityki pieniężnej. Rozumie się przez to także swobodę w kształtowaniu kolejności osiągania celów (np. pośrednich), środków i instrumentów użytych do ich realizacji. Jest to istotne ze względu na zwiększenie wiarygodności EBC (możliwość skupienia się na docelowym jednym nadrzędnym celu i uniknięcie potencjalnego konfliktu celów – jak we wspomnianym wyżej przypadku Fed). Jest to słuszne rozwiązanie, gdyż rozbieżność celów może wywoływać *moral hazard*, po-

naruszenie niezależności EBC i zakazu finansowania rządów przez sam EBC (por. art. 123 i 124 TFUE), jednak z drugiej strony może to być podyktowane przyczynianiem się do zachowania stabilności finansowej na rynkach obligacji.

⁴ Analiza stopnia spełnienia opisywanych wymogów przez NBP wykracza poza zakres niniejszego artykułu [por. Olszak, Porzycki, 2008].

nieważ uczestnicy rynku (gdy bank centralny ma więcej niż jeden główny cel) nie mogą skutecznie przewidywać, do osiągnięcia którego z celów będzie bank centralny dążył w danych uwarunkowaniach ekonomicznych – to może powodować wzrost niepewności. W ramach dyskusji nad niezależnością przytacza się argumenty, że prowadzi ona do zmniejszenia zmienności stopy inflacji, pozytywnie wpływa w średnim okresie na tempo wzrostu gospodarczego⁵, jest warunkiem niezbędnym (acz niewystarczającym) do utrzymania stabilności finansowej i podnosi skuteczność narzędzi stosowanych przez EBC w procesie zwalczania inflacji, co powoduje zwiększenie szansy na obniżenie stopy inflacji. Jak już wspomniano, niezależny bank centralny jest w mniejszym stopniu narażony na naciski ze strony m.in. polityków. Ponadto niezależna polityka pieniężna, niepodlegająca wpływom rządu, sprawia, że trudniej jest zwiększać deficyt budżetowy, gdyż rząd ma wtedy mniej dostępnych źródeł finansowania⁶ deficytu, więc taka polityka monetarna może częściowo prowadzić do niższego deficytu. Niezależność jest zagrożona, gdy nadrzędnym celem jest nie tylko dbałość o stabilny poziom cen, ale i o wzrost gospodarczy, co oznacza konieczność współpracy z rządową polityką gospodarczą – to powoduje powstanie pola zagrożenia dla niezależności politycznej.

Jednak niezależność podlega również krytyce, głównie ze względu na zbyt szeroki zakres niezależności, który sprzyja pojawianiu się tzw. *deficytu demokracji* [Carré 2008, s. 6]. Zwolennicy tego argumentu są zdania, że powinna istnieć demokratyczna odpowiedzialność EBC za jego działania oraz wskazują, że brak jest możliwości ukarania banku centralnego, jeśli działa on niezgodnie z udzielonym mu mandatem (nie osiąga celu inflacyjnego). Oprócz tego uważają, że społeczeństwo powinno móc w procesie demokratycznych wyborów określać cel(e) polityki pieniężnej banku centralnego. Jednak, mając na względzie relatywnie niski poziom edukacji ekonomicznej społeczeństwa, trudno uznać ten argument za słuszny. Mimo to, niewątpliwie sztywno określony cel polityki monetarnej może stanowić przeszkodę w elastycznym dostosowywaniu prowadzonej polityki do reakcji na szoki zaistniałe w danej sytuacji rynkowej oraz ograniczać możliwość kształtowania efektywnego *policy mix*. Dodatkowo, zmniejszenie stopy inflacji poprzez poniesienie stóp procentowych (w krótkim okresie) negatywnie wpływa na tempo wzrostu gospodarczego i może spowodować wzrost stopy bezrobocia (*tradeoff*) [Blinder 1999, s. 9]. Mimo to, im bardziej polityka pieniężna jest wiarygodna, tym ten efekt jest mniejszy. Mając na względzie poziom złożoności i zróżnicowania pojęcia „niezależność”, trudno jest ją zmierzyć i skwantyfikować tak, by uzyskać porównywalne wyniki. Analizowanie tej cechy może polegać na przeglądzie prawnych zapisów określających zakres niezależności danego banku centralnego albo np. jak często nowy prezes jest mianowany. Generalne wnioski z badań [Debelle, Fischer 1994, s. 5], dotyczące różnych banków centralnych, a które można wiązać także z EBC, pozwalają sądzić, że im niższy jest poziom niezależności banku centralnego, tym wyższa inflacja (i *vice versa*).

⁵ Dążenie do utrzymania niskiej stopy inflacji przyczynia się do stabilności warunków gospodarczych, co z kolei sprzyja wzrostowi PKB.

⁶ W tym przypadku rząd musi szukać środków na rynku kapitałowym, a to jest zazwyczaj droższe niż monetyzacja deficytu.

Wiarygodność

Oprócz niezależności, także wiarygodność EBC warunkuje skuteczność jego funkcjonowania⁷. Jest ona rozpatrywana w kontekście oczekiwań podmiotów rynkowych. W przypadku gdy te podmioty (i społeczeństwo) są przekonane (ufają), że określona przez EBC strategia polityki monetarnej jest wykonalna (w rozsądnym okresie czasu) i że nie istnieją bariery, które mogłyby ją ograniczać, a także gdy wierzą, że rzeczywiście taka strategia zostanie zastosowana, to można uznać taką politykę pieniężną za wiarygodną. W przypadku EBC rozumie się wiarygodność jako jego umiejętność do przekonywania podmiotów, że będzie on implementować właśnie taką (ogłoszoną) politykę, a nie inną. Docelowo można to postrzeżać jako wpływ EBC na oczekiwania inflacyjne, który jest miarą poziomu wiarygodności. Im mniejsza jest różnica między zapowiadаныmi działaniami EBC a jego faktycznymi posunięciami, tym większy jest poziom wiarygodności. Czasami poprzez wiarygodność rozumie się zobowiązanie banku centralnego do dbania o stabilny poziom celu i nieustające dążenia do tego celu. Ponadto, przyjmując za słuszną *hipotezę Fellnera* [Fellner, Phelps, Gordon 1979, 168-171], koszt dezinflacyjnej polityki pieniężnej⁸ będzie tym niższy⁹, im bardziej ta polityka będzie wiarygodna. Ważne jest również zwrócenie uwagi na rolę wiarygodności w stabilizacji wahań inflacyjnych, tzn. ograniczanie ich zmienności i ich zakotwiczenie (bliżej celu inflacyjnego). To z kolei zwiększa siłę, z jaką oddziałują instrumenty EBC oraz zmniejsza asymetrię informacji¹⁰ między władzą monetarną a społeczeństwem, m.in. poprzez większą przejrzystość prowadzonej polityki pieniężnej. Mniejsza jest niepewność wśród podmiotów gospodarczych, a w konsekwencji redukują się opóźnienia w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych i następuje szybsze dostosowanie się do decyzji władz monetarnych (dodatkowo obniża to koszty prowadzenia dalszej polityki dezinflacyjnej). Ponadto, poprzez wzrost wiarygodności, perswazja moralna (*moral suasion*) EBC staje się bardziej efektywna, jednocześnie obniżając koszt użycia innych (tego rodzaju) instrumentów, mających na celu np. zapewnienie stabilności finansowej. Podobnie jak w przypadku niezależności, tak i próba pomiaru wiarygodności EBC nie jest łatwa. Możliwa jest analiza przyczyn i skutków, jakie niesie ze sobą dany poziom wiarygodności, np. w danym horyzoncie czasowym oraz porównanie z innymi bankami centralnymi. Jedną z najprostszych metod jest analiza odchyłeń rzeczywistej stopy inflacji do wyznaczonego celu. O skuteczności i wiarygodności danej polityki pieniężnej świadczy nie tyle kierunek, ale stopień odchylenia.

Analiza *Wykresu 1* nasuwa wnioski o relatywnie niewielkim odchyleniu rzeczywistej stopy inflacji w okresie 1999-2008. W opinii autora, może to świadczyć w dużej mierze o skutecznym wypełnianiu swoich funkcji przez EBC w tym okresie, co może przekładać się

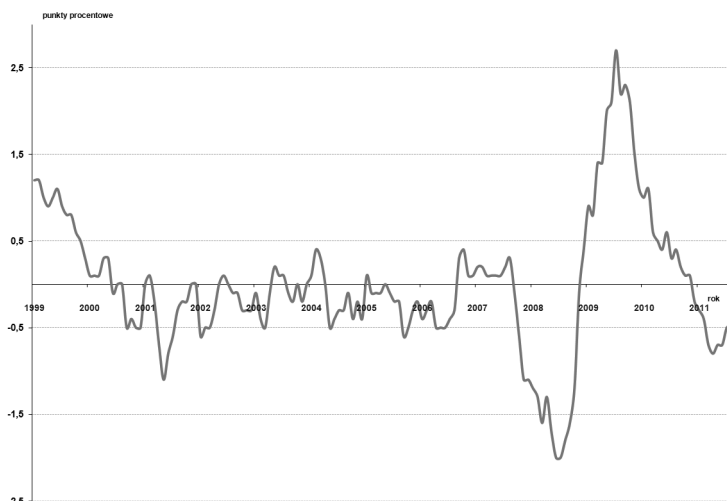
⁷ Im bardziej bank centralny nie jest niezależny, to tym trudniej utrzymać mu niezbędny poziom wiarygodności.

⁸ *Sacrifice ratio* – poziom spadku tempa wzrostu produkcji, będący wynikiem m.in. wzrostu stop procentowych mających na celu ograniczenie inflacji.

⁹ Szczególnie w przypadku, gdy bank centralny stara się obniżyć stopę inflacji z wyższych poziomów. Gdy stopa inflacji już znajduje się na relatywnie niskim poziomie, koszt (dalszego jej obniżenia) jest wyższy.

¹⁰ Asymetria informacji jest rozumiana w tym miejscu jako rozbieżność między zasobami informacji o obecnym stanie i perspektywach rozwoju gospodarki, będących w posiadaniu (i w użyciu przez) dane rodzaje podmiotów gospodarczych a EBC.

Wykres 1. Poziom odchylenia inflacji HICP r/r w strefie euro w okresie 1999-2011 od celu 2% EBC (w punktach procentowych)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *European Central Bank - Statistical Data Warehouse* i *Eurostat*

na wzrost wiarygodności jego posunięć. Mimo to, budowanie wiarygodności jest procesem długotrwałym, wymagającym konsekwencji w działaniu od władz monetarnych, jak i prowadzeniu dialogu oraz współpracy z otoczeniem gospodarczym.

Dodatnio na wiarygodność danego banku centralnego wpływa w miarę upływu czasu skuteczność jego przeszłych posunięć, czyli udowodnienie zdolności do trwałego obniżenia poziomu inflacji. Jako że EBC działa dopiero od wprowadzenia euro w 1999 roku, czyli niewiele ponad 11 lat, tym bardziej tak ważne było jego utworzenie na fundamentach i doświadczeniach Bundesbanku. Oprócz tego EBC, wyjaśniając przyczyny odchylenia wskaźnika HICP od celu, zwiększa wiarygodność prowadzonej polityki. Z kolei w przypadku braku wiarygodności, polityka pieniężna EBC mogłaby przynosić słabsze efekty, a zgodnie z teorią racjonalnie działających podmiotów gospodarczych, korygowałyby one wtedy swoje oczekiwania inflacyjne w górę, nie wierząc w dalsze prowadzenie skutecznej antyinflacyjnej polityki monetarnej przez EBC. W procesie budowania opinii wiarygodnego banku centralnego (nie tylko w przypadku EBC) może on napotkać na barierę, gdyż polityka pieniężna może być współzależna od polityki gospodarczej prowadzonej przez rząd. Jeśli ta cechuje się brakiem odpowiedzialności oraz brak jest koordynacji, to bank centralny może mieć trudności w osiągnięciu swojego celu (może być to nawet niemożliwe), a więc będąc w konsekwencji postrzeganym jako niewiarygodny¹¹.

¹¹ Na przykład, gdy nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna stymuluje zagregowany popyt, lecz gdy w krótkim okresie nie jest możliwe zwiększenie podaży, może to prowadzić do zjawisk proinflacyjnych.

Przejrzystość i polityka informacyjna

Na siłę oddziaływania EBC na oczekiwania inflacyjne ma również wpływ poziom transparentności prowadzonej polityki pieniężnej, będący ważnym elementem jakościowym funkcjonowania każdego banku centralnego [Sotomska-Krzysztofik 2005, s. 1]. Rosnący poziom świadomości demokratycznej społeczeństwa jest jedną z przyczyn kształtowania otwartej polityki informacyjnej EBC. Podobnie jak w przypadku wiarygodności, także i definicja przejrzystego banku centralnego nie jest jednoznaczna. Można przez to rozumieć posiadanie jasno określonego celu i zestawu instrumentów służących do jego osiągnięcia lub stopień ujawnienia przez EBC informacji, wskazówek, strategii dotyczących prowadzonej polityki monetarnej. EBC definiuje przejrzystość jako fakt informowania zarówno społeczeństwa, jak i rynków finansowych w sposób jasny, regularny i zrozumiały o swoich celach, strategiach, podjętych decyzjach, procedurach oraz ocenie sytuacji ekonomicznej. To właśnie przejrzystość (w krótkim okresie) sprzyja budowaniu sposobu postrzegania EBC i wiarygodnej polityki pieniężnej w długim okresie [Ziarko-Siwiek 2004, s. 28]. Obecnie istotne jest nie tylko, „co” (tzn. jakiego rodzaju informacje) EBC ujawnia, ale to „kiedy” i sposób, w jaki są one przekazywane („jak”) – jest to ważne w przypadku tworzenia *common understanding* [Winkler 2000, 8], czyli niezbędnego zakresu przejrzystości między informacjami od EBC a potrzebami informacyjnymi odbiorców.

Dodatkowo pod tym pojęciem rozumie się przejrzystość jako strumień bądź kanał informacji skierowanych od EBC do odbiorców (społeczeństwo, inwestorzy, podmioty gospodarcze i inne), przez który z różną intensywnością, acz nieustająco, przekazywane są informacje. Jako że komunikacja ta dobywa się w obie strony, EBC powinien być przygotowany do przyjęcia każdej istotnej informacji, w tym także krytyki. Poziom otwartości należy rozumieć nie tylko jako zmniejszenie stopnia tajności działań EBC, ale ważne jest także do jakiego stopnia odbiorcy potrafią zrozumieć sygnały płynące z EBC, a nie jedynie skala przepływu. To nie ilość, lecz poziom zrozumienia informacji przekazywanych przez EBC świadczyć może o ich przydatności dla odbiorców. Kolejnymi cechami tych informacji powinny być: wysoka jakość oraz terminowość, tak ważna w procesie szybkiego reagowania na nagłe zmiany warunków rynkowych, otoczenia, w którym działa EBC. Dodatkowo jasność i jednoznaczność są również pożądane. Niełatwo jest osiągnąć kompromis i zawrzeć wszystkie powyższe cechy, lecz należy pamiętać, że w opinii autora nadmiar informacji może skutkować szumem informacyjnym i niezrozumieniem intencji EBC, co będzie ujemnie wpływać na skuteczność jego działań, np. w zakresie polityki pieniężnej.

Przejrzystość dotyczy nie tylko informacji z zakresu prowadzenia polityki pieniężnej, ale przekłada się też na prowadzoną przez EBC działalność naukową (m.in. liczne publikacje) czy statystyczną¹². Dotyczy to publikowanych badań, prognoz, analiz zmiennych ekonomicznych i wielu modeli (np. raporty o inflacji, raporty o stabilności finansowej, które pełnią ważną rolę w analizie makroostrożnościowej – *macroprudential analysis*). Podkreśla się

¹² W rozumieniu zarówno publikowania statystyk z własnej inicjatywy, jak i w wyniku obowiązków sprawozdawczych wynikających m.in. z art. 15 *Statutu ESBC*.

konieczność dbałości o jakość tych danych, gdyż nierzadko stanowią one podstawę złożenia finansowych czy budżetów wielu innych podmiotów (nie tylko w strefie euro) w procesie planowania i mogą prowadzić do ograniczenia błędów w prognozach finansowych podmiotów prywatnych. Także planowane posunięcia i sposoby reakcji EBC na zaburzenia rynków finansowych są obiektem zainteresowania odbiorców tych informacji.

Dodatkowo, skutecznie funkcjonująca polityka informacyjna może być przydanym narzędziem w zarządzaniu sytuacją kryzysową, zwłaszcza gdy ten sposób komunikacji był z powodzeniem wykorzystywany w okresie przed kryzysem. Ważne jest publikowanie zapisów z posiedzeń (*minutes*), bieżącej oceny sytuacji gospodarczej przez EBC oraz argumentów za/przeciw podwyżce stóp procentowych i celów, do jakich dąży EBC, podejmując takie, a nie inne decyzje. Mimo to, brak zgodności co do ujawniania informacji o podejmowanych interwencjach na rynkach walutowych *ex-ante*. Jednakowoż nie wyklucza się interwencji, która nie jest podana do publicznej wiadomości (w ramach strategii *constructive ambiguity*).

Nie jest łatwo zmierzyć jakościową cechę, jaką jest przejrzystość. Można skupić się na próbie analizy poziomu zrozumienia komunikatów EBC przez uczestników rynku albo próbować badać wpływ wypowiedzi członków, tychże komunikatów EBC na kurs walutowy (np. na parze EUR/USD) czy na rynkowe stopy procentowe oraz siłę i kierunek tego wpływu [Born, Ehrmann, Fratzscher 2011, s. 11]. Można też przyrzeć się raportom publikowanym przez EBC i porównywać np. trafność prognoz czy wniosków wynikających z analiz makroekonomicznych dotyczących przyszłych tendencji w gospodarce. Są podejmowane próby skonstruowania indeksu przejrzystości, który pozwoliłby uzyskać możliwość porównania w skali międzynarodowej poziomów przejrzystości poszczególnych banków centralnych, m.in. poprzez uwzględnienie częstotliwości i liczby publikacji, odniesień do wykonywania zadań zwianych ze stabilnością finansową [Sotomska-Krzysztofik, Szczepańska 2006]¹³.

Trudności w pomiarze wynikają z charakteru narzędzi, które służą polityce informacyjnej EBC (w tym zwiększaniu przejrzystości). Narzędzia te są *de facto* niepowtarzalne (porównywalność możliwa jest w przypadku regularnych publikacji) i można jedynie starać się wyszukiwać pewnych częściej używanych stwierdzeń dotyczących bieżącego (oraz przyszłego) nastawienia w polityce pieniężnej i tego, jak EBC ocenia obecny stan gospodarki strefy euro. Dodatkową przeszkodą jest konieczność dostarczenia informacji przez EBC w różnych językach (precyzyjne i terminowe tłumaczenia są więc niezmiernie istotne). Oprócz podstawowego narzędzia – strony internetowej i komunikatów prasowych (szybkie i efektywne), do tych instrumentów (w idealnej sytuacji dostosowanych do potrzeb informacyjnych odbiorców) można zaliczyć m.in. wypowiedzi prezesa EBC (i członków zarządu), wywiady, wystąpienia na konferencjach naukowych, odczyty, komunikaty i konferencje prasowe, np. na temat decyzji Rady Prezesów, publikowane raporty, sprawozdania, opracowania i wiele innych. Szczególnie wypowiedzi prezesa cieszą się szczególną popularnością, są szczególnie analizowane i cytowane na całym świecie. Przykłada się do nich dużą wagę, więc i tym większa odpowiedzialność spoczywa na prezesie EBC.

¹³ Wynikiem badania jest m.in. wniosek, iż poziom transparentności wzrósł w ostatniej dekadzie w przypadku wielu banków centralnych.

Argumenty za i przeciw otwartej polityce informacyjnej

Jeśli EBC jest skuteczny w swojej polityce informacyjnej, to podmioty rynkowe w lepszym, bardziej dokładnym stopniu kształtują swoje oczekiwania i plany, co jest w stanie zmniejszyć skalę niepewności na rynku, a przez to podnieść skuteczność kanałów transmisji impulsów polityki monetarnej. Ponadto argumentem za przejrzystą polityką informacyjną EBC jest tworzenie pozytywnego obrazu EBC w oczach podmiotów rynkowych i podnoszenie poziomu odpowiedzialności demokratycznej. Oprócz tego, zmniejsza to skalę asymetrii informacji¹⁴ i wzmacnia zaufanie w działania podejmowane przez EBC. Większy stopień zrozumienia charakteru polityki EBC przez podmioty rynkowe, zwiększa jej efektywność i umiejętność tych podmiotów do antycypowania posunięć EBC oraz umacnia wiarę w te działania i wiarygodność EBC. Jest to szczególnie ważne w przypadku turbulencji na rynkach finansowych i może wspierać stabilność systemu finansowego (EBC wraz z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego odgrywa ważną rolę w *safety net* na poziomie UE).

Z kolei przeciwnicy podkreślają¹⁵, że ze względu na dużą zmienność warunków rynkowych, przejrzystość nie powinna być pełna, a EBC musi być przygotowany, by reagować adekwatnie i szybko, nie zawsze informując o tym opinię publiczną (dla dobra skuteczności prowadzonej polityki monetarnej) [Corrigan 1990, s. 6]. Autor częściowo podziela to stanowisko, że EBC pozostawia sobie margines działań niezapowiedzianych. W ten sposób wymóg przejrzystości stanowi dla EBC wyzwanie, by dostarczał jedynie spójne i zrozumiałe informacje. Ponadto pełna przejrzystość¹⁶ mogłaby wskazywać też na różnice zdań wewnątrz EBC (np. dotyczące decyzji za/przeciw podwyżce stóp procentowych), co przełożyłoby się na rozbieżność rozumienia ostatecznych decyzji i brak ich jednoznaczności, w tym na różne reakcje podmiotów na działania EBC. Ponadto pełna przejrzystość mogłaby ograniczyć niezbędny zakres otwartej i nieskrępowanej dyskusji, np. podczas posiedzeń Rady Prezesów, gdyby jej członkowie mieli świadomość, że każde ich słowo może zostać upublicznione. Autor uważa ten pomysł za nierozsądny i nie przyniosłoby to pożąda-

¹⁴ Wzrost przejrzystości (i dostępnych informacji na temat) działań EBC powinien przełożyć się na większą efektywność rynku finansowego. Mniej nieoczekiwana polityka EBC, można ograniczyć premie za ryzyko wynikające ze skali niepewności.

¹⁵ Zwolennicy tzw. *creative ambiguity* (lub *constructive ambiguity*) uważają, że niezapowiedziane (dyskrecjonalne) posunięcia w polityce pieniężnej mogą być bardziej efektywne, zakładając racjonalność zachowań podmiotów gospodarczych. Brak (nieuwarunkowanego) automatycznego dostępu do *discount window* czy *emergency liquidity assistance* nie powoduje wzrostu *moral hazard* i pozwala EBC na osiągnięcie większej dozy elastyczności w podejmowaniu decyzji, podczas gdy „zbyt duży” stopień przejrzystości mógłby ograniczać zakres podejmowania decyzji. Jest więc bardzo trudno osiągnąć „optymalny” stopień przejrzystości.

¹⁶ Gdy bank centralny jest jednocześnie odpowiedzialny za nadzór typu *supervision*, np. nad bankami (lub działając w ścisłym związku z instytucją za to odpowiedzialną), przejrzystość jego funkcjonowania jest ograniczona *per se* w związku z dostępem do niejawnych danych dot. poszczególnych banków, co może wpłynąć na ograniczenie ogólnego poziomu przejrzystości. Z drugiej strony bezpośredni dostęp do informacji o kondycji danego banku (np. wynikający z kompetencji nadzoru nad bankami, gdy takowy został w banku centralnym umiejscowiony), umożliwia łatwiejszą identyfikację i ocenę sytuacji płynnościowej banku (rozdzielenie między niepiętnym a niewypłacalnym), gdy ten, nie mogąc uzyskać finansowania na rynku kapitałowym, zwróci się do banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji.

nych skutków. Kończąc, warto zauważyć, że wysyłanie zbyt dużej liczby sygnałów do rynków finansowych mogłoby zwiększyć ich zmienność, zwłaszcza gdy byłyby one sprzecznej bądź niejednorodnej natury [Grüner, Hayo, Hefeker 2005, s. 8].

Podsumowanie

Celem tego artykułu było przeanalizowanie i przedstawienie znaczenia jakościowych cech związanych z funkcjonowaniem EBC, takich jak niezależność, wiarygodność i transparentność. Można wyciągnąć wnioski, że są one współzależne i mają znaczący wpływ nie tylko na skuteczność prowadzonej polityki pieniężnej, ale i dotyczą działań mających na celu dbałość o stabilność finansową. Jakkolwiek ich osiągnięcie nie jest celem samym w sobie, to stanowią one nieodzowne, wzajemnie się uzupełniające elementy (system naczyń połączonych) i wspierają działania EBC w różnych dziedzinach. Nieustającym wyzwaniem są próby pomiaru i kwantyfikacji tych cech, co powoduje, że niezmiernie trudne jest osiągnięcie porównywalnych wyników pozwalających na wysnucie jednoznacznych wniosków. Obecnie brak jest gotowych, uniwersalnych rozwiązań co do optymalnego poziomu niezależności, wiarygodności czy przejrzystości danego banku centralnego. Z drugiej strony stwarza to pole do dalszych, bardziej szczegółowych badań. Niezbędne jest jednak odpowiednie „dozowanie” odpowiedniej cechy, gdyż nadmiar każdej z nich może przynieść negatywne skutki lub wiązać się z kosztami niewspółmiernymi do efektów. Mimo że niezależność może być postrzegana jako *conditio sine qua non* dla skuteczności polityki pieniężnej, nie może być ona jednocześnie całkowicie nieograniczona (por. *deficyt demokracji*). Rozsądnym wydaje się być stwierdzenie, że ważne jest, by publikacje i analizy EBC wciąż cechowały się wysoką jakością, a informacje na temat jego celów, funkcjonowania i strategii polityki pieniężnej były skutecznie komunikowane. Może to prowadzić do lepszego rozumienia zjawisk gospodarczych przez uczestników rynku i opinię publiczną, a w konsekwencji zwiększyć skuteczność narzędzi polityki pieniężnej EBC.

Artykuł wyraża wyłącznie poglądy autora i nie powinien być interpretowany jako stanowisko instytucji, z którą jest zawodowo związany.

Bibliografia:

- Blinder A., 1999, *Central bank credibility: Why do we care? How do we build it?*, Working Paper no. 7161, NBER, Cambridge.
- Born B., Ehrmann M., Fratzscher M., 2011, *Central bank communication on financial stability*, National Bank of Poland Working Paper No. 93, NBP.

- Carboni G., Ellison M., 2009, *Inflation and output volatility under asymmetric incomplete information*, Working Paper Series no. 1092, ECB.
- Carré E., 2008, *How to reduce the democratic deficit of the European Central Bank? Lessons from the inflation targeting regime*, Sciences Po Bordeaux and University Bordeaux IV – GREThA.
- Corrigan E.G., 1990, *Future Priorities In Banking and Finance. Remarks before the 62nd Annual Mid-Winter Meeting of the New York State Bankers' Association*, January 25, "Quarterly Review", Winter 1989–90, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- Debelle G., Fischer S., 1994, *How independent should a central bank be?*, Working Papers in Applied Economic Theory 94-05, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- EBC, 2010, *Raport o konwergencji*, maj 2010.
- Fellner W., Phelps E., Gordon R., 1979, *The Credibility Effect and Rational Expectations: Implications of the Gramlich Study*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1979, No. 1.
- Grüner H., Hayo B., Hefeker C., 2005, *Unions, wage setting and monetary policy uncertainty*, Working Paper Series no. 490, ECB.
- Kosior A., Rozkut M, Torój A., 2008, *Ocena systemu głosowania rotacyjnego w Radzie Prezesów - efektywność polityki pieniężnej i wpływ przedstawicieli Polski na proces decyzyjny EBC*, NBP.
- McCallum T.B., 1984, *Credibility and monetary policy*, NBER Working Paper No. 1490, Cambridge.
- Olszak M., Porzycki M., 2008, *Prawne przygotowania do wejścia Polski do strefy euro na tle rozwiązań przyjętych bądź planowanych w innych państwach członkowskich z derogacją przewidzianą w art. 122 Traktatu*, Seminarium BISE „Prawne przygotowania do wejścia Polski do strefy euro”, NBP.
- Sotomska-Krzysztofik P., 2005, *Jak Bank Szwecji wspiera stabilność finansowa za pomocą polityki informacyjnej*, „Bank i Kredyt” nr 1, NBP.
- Sotomska-Krzysztofik P., Szczepańska O., 2006, *Przejrzystość banków centralnych we wspieraniu stabilności finansowej*, „Bank i Kredyt” nr 11-12, NBP.
- Szelong K., 2003, *Strategia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, „Materiały i Studia” nr. 162, NBP.
- White R.W., 2006, *Is price stability enough?*, BIS Working Papers No 205, BIS.
- Winkler B., 2000, *Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making*, Working Paper no. 26, ECB.
- Ziarko-Siwiek U., 2004, *Ocena efektywności informacyjnej wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce*, „Materiały i Studia” nr 178, NBP.

SUMMARY

Apart from standard tools of monetary policy conducted by the European Central Bank, its effective implementation relies also on features such as independence, credibility and transparency. Although they are hard to measure, but not less important, since they are core elements of the functioning of the ECB. Independence is an indispensable feature of each central bank, while credibility is argued to have a stabilizing effect on inflation expectations. In addition, information policy of the ECB is a direct means of communication with the market, while numerous publications and analyses serve as a valuable source of information. The aforementioned features are formed over a long period of time and it is hard to find ready-made solutions. There are many arguments in favor or against high degree of independence or transparency. While it is commonly believed that more transparency should be pursued, e.g. E.G. Corrigan proposes a limit in form of a constructive ambiguity strategy. Also independence, although highly desirable, cannot be unlimited, as argued by E. Carré (it may lead to democratic deficit). Lack of unambiguous opinions about these characteristics makes the subject matter at hand more interesting and worthy of closer study. The main aim of this paper is an attempt to analyze and point out the importance of selected qualitative features of monetary policy (like independence, credibility and transparency) conducted by the ECB, but partly concerning aspects of its whole functioning and having impact also on ECB's role in maintaining financial stability.

The views expressed in this article are those of the author and do not necessarily represent those of the NBP.
