

MAGDALENA MUSIELAK-LINKOWSKA

ROLA PRZEJRZYSTOŚCI I ODPOWIEDZIALNOŚCI POLITYKI PIENIĘŻNEJ BANKU CENTRALNEGO

Ostatnie dekady XX w. przyniosły zmiany w zachowaniach banków centralnych. Z uwagi na niestabilność cenową, która szczególnie silnie ujawniła się w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych minionego stulecia, przyjęły one na siebie odpowiedzialność za realizację celu polityki pieniężnej, jakim jest utrzymywanie niskiego poziomu cen w gospodarce. Niezależnie od ewolucji strategii i instrumentów polityki pieniężnej, banki centralne zwróciły również uwagę na ramy instytucjonalne jej prowadzenia, stąd wzrosło ich znaczenie w kształtowaniu wizerunku władzy monetarnej.

Niniejsze opracowanie koncentruje się na dwóch jakościowych aspektach polityki pieniężnej, jakimi są przejrzystość i odpowiedzialność demokratyczna banku centralnego. Poza obszarem rozważań pozostały dwa inne elementy ram instytucjonalnych tej polityki: niezależność i wiarygodność banku centralnego, którym w literaturze przedmiotu poświęcono znacznie więcej miejsca. Z tego względu celem artykułu było zwrócenie uwagi na mniej prezentowane i komentowane, ale bardzo ważne aspekty jakościowe polityki pieniężnej i ich rolę w odbiorze polityki monetarnej przez rynki finansowe i publiczność, znaczenie dla komunikacji banku centralnego z otoczeniem makroekonomicznym i odpowiedzialność za decyzje podejmowane przez bank centralny w sferze stabilności systemu pieniężnego.

Scharakteryzowano różne rodzaje przejrzystości, ich związki i wpływ na efekty polityki pieniężnej. Zinterpretowano pojęcie odpowiedzialności demokratycznej, a także podkreślono ich sprzężenia z niezależnością banku centralnego. Wskazano również na korzyści wynikające z przejrzystości i odpowiedzialności władzy monetarnej oraz ich konsekwencje dla nowoczesnej polityki pieniężnej.

I. ISTOTA I KLASYFIKACJA PRZEJRZYSTOŚCI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Zdecydowana większość banków centralnych uważa przejrzystość za jeden z podstawowych elementów współczesnej polityki monetarnej¹, podkreślając znaczenie efektywnej komunikacji i właściwych interakcji z podmiotami

¹ W badaniu 94 banków centralnych w 1998 r. 74% z nich zaliczyło przejrzystość do niezbędnych lub bardzo ważnych elementów polityki pieniężnej. Za bardziej istotne uznano tylko niezależność banku centralnego i utrzymanie niskich oczekiwań inflacyjnych, które uzyskały odpowiednio 83% i 82% wskazań; por. M. Fry, D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger, G. Stern, *Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework*, w: *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, red. L. Mahadeva, G. Stern, Routledge, London 2000, s. 1-216.

gospodarczymi. W najprostszy sposób **przejrzystość** można odnieść do ilości, jakości i precyzji informacji, na podstawie których podmioty sektora prywatnego podejmują decyzje i formułują oczekiwania. W rzeczywistości jednak, ze względu na liczne ograniczenia poznawcze, większa ilość i szczegółowość danych nie oznacza automatycznie ich lepszego zrozumienia i większej przejrzystości, a co za tym idzie – nie prowadzi do wzrostu efektywności podejmowanych decyzji. Nadmiar informacji wymusza konieczność ich selekcji, uproszczenia i sklasyfikowania w odpowiednio proste struktury, umożliwiające ich interpretację i wykorzystanie w procesie podejmowania decyzji. Efektywne wykorzystywanie informacji wymaga zatem porównywania kosztów ich analizy z korzyściami, jakie można dzięki nim uzyskać².

Przejrzystość polityki pieniężnej można zdefiniować również jako **element strategii komunikacyjnej** banku centralnego, w ramach której przekazuje on podmiotom gospodarującym informacje o strategii polityki pieniężnej, analizach, procedurach i podejmowanych decyzjach, a ponadto czyni to w odpowiednim czasie, w sposób jawny i zrozumiały³.

Przejrzystość można też określić jako wielkość wynikową wszystkich miar i wskaźników stosowanych przez bank centralny w polityce informacyjnej, umożliwiającej uczestnikom rynków finansowych i innym podmiotom zdobycie gruntownej wiedzy i zrozumienie czynników uwzględnianych przez bank centralny w formułowaniu i realizacji polityki pieniężnej⁴.

Przejrzystość polityki pieniężnej można również określić jako **niezbędny „komplementarny” element niezależności banku centralnego**, lub jako **brak asymetrii informacji** (występowanie symetrycznej informacji) między bankiem centralnym a innymi podmiotami życia gospodarczego. W tym znaczeniu przejrzystość banku centralnego przyczyniałaby się do zmniejszenia niepewności, co często jest uważane za bardzo korzystne (aczkolwiek nie musi tak być w istocie). Brak przejrzystości (a tym samym występowanie asymetrii informacji) będzie wywoływał niepewność. Jednak przejrzystość nie jest jednoznaczna z całkowitą pewnością i dostępem do pełnej informacji. W przypadku polityki monetarnej, dopóki bank centralny i sektor prywatny posiadają te same informacje (niekoniecznie pełne) i są tego świadomi, dopóty polityka pieniężna pozostaje przejrzysta. Przejrzysta polityka pieniężna, przyczyniając się do wzrostu wiarygodności banku centralnego, poprawy jego reputacji i zwiększenia elastyczności polityki pieniężnej, wpływa również na korzyści, jakie bank centralny uzyskuje oddziałując na oczekiwania sektora prywatnego⁵.

Przejrzystość polityki pieniężnej można klasyfikować i analizować biorąc pod uwagę jej pięć aspektów⁶:

² B. Winkler, *Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making*, Working Paper No. 26, European Central Bank, Frankfurt/M. 2000, s. 9, 18.

³ *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt/M. 2004, s. 67.

⁴ N. Parent, *Transparency and the Response of Interest Rates to the Publication of Macroeconomic Data*, „Bank of Canada Review”, Winter 2002-2003, s. 29.

⁵ P. M. Geraats, *Central Bank Transparency*, „The Economic Journal” 2002, vol. 112, nr 483, Royal Economic Society, s. 533-536.

⁶ P. M. Geraats, *Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts*, „Working Paper” nr 41, European Central Bank, Frankfurt/M. 2001, s. 2-3.

– jawność celów polityki monetarnej, jak na przykład wyraźnie wskazany cel inflacyjny, niezależność banku centralnego, kontrakty członków władzy monetarnej – **przejrzystość polityczna**,

– ujawnienie danych ekonomicznych, modeli i prognoz banku centralnego – **przejrzystość ekonomiczna**,

– informowanie o strategii polityki pieniężnej oraz sposobie podejmowania decyzji: publikowanie protokołów ze spotkań i wyników głosowania – **przejrzystość proceduralna**,

– szybkie ogłaszanie i wyjaśnianie podjętych decyzji, zmian instrumentów banku centralnego oraz przewidywań co do przyszłych działań – **przejrzystość polityki**,

– jawność dotycząca realizacji podjętych już decyzji, popełnianych błędów i zakłóceń w mechanizmie transmisji monetarnej – **przejrzystość operacyjna**.

Różnica między przejrzystością ekonomiczną a operacyjną polega na tym, że przejrzystość ekonomiczna uwzględnia przewidywane szoki i zakłócenia, które zostaną ujęte w zmianach instrumentów banku centralnego, natomiast przejrzystość operacyjna obejmuje szoki nieantycypowane przez władze monetarne.

Przejrzystość polityki pieniężnej jest warunkiem niezbędnym, aby bank centralny mógł ponosić odpowiedzialność za swoją politykę, aczkolwiek nie jest warunkiem wystarczającym. Przejrzystość może wpływać na odpowiedzialność banku centralnego w ramach⁷:

– przejrzystości politycznej; jest to bodaj najważniejszy rodzaj przejrzystości, determinujący odpowiedzialność banku centralnego, gdyż wyznaczone cele są podstawą oceny skuteczności polityki banku centralnego, a struktury instytucjonalne określają kto, za co i przed kim ponosi odpowiedzialność,

– przejrzystości ekonomicznej, proceduralnej i polityki; określają one odpowiedzialność *ex ante* władzy monetarnej, gdyż umożliwiają analizę motywów i podstaw decyzji podejmowanych przez bank centralny,

– przejrzystości operacyjnej; determinuje ona odpowiedzialność *ex post* banku centralnego, gdyż dostarcza informacji o niespodziewanych zakłóceniach i szokach wpływających na ostateczny wynik realizowanej polityki pieniężnej.

O istnieniu przejrzystej polityki pieniężnej można zatem mówić wówczas, gdy⁸:

– cel inflacyjny został jasno i wyraźnie ogłoszony,
– wszelkie informacje potrzebne do dokonania oceny aktualnego stanu polityki monetarnej są powszechnie dostępne,

– wprowadzanie zmian w realizacji polityki pieniężnej jest ogłaszane wraz z wyjaśnieniem ich przyczyn oraz przewidywanego skutku,

– *ex ante* zostają przedstawione przewidywane, potencjalne przyczyny chybienia celu, a także działania, które zostaną podjęte w razie wystąpienia takiej sytuacji w celu przywrócenia inflacji na pożądaną ścieżkę wzrostu,

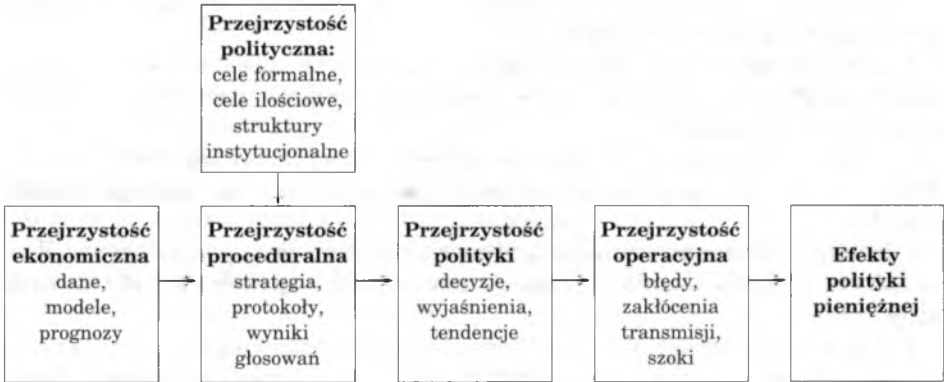
– *ex post* przeprowadza się analizę efektów działań polityki pieniężnej.

⁷ P. M. Geraats, *Central Bank...*, s. 557.

⁸ M. Khan, M. S. Khan, *Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy*, „Working Paper” nr 56, International Monetary Fund, Washington 2003, s. 11.

Schemat 1

Rodzaje i powiązania przejrzystości polityki pieniężnej



Źródło: S. Ejjfnger, P. Geraats, *How Transparent Are Central Banks?*, „Discussion Paper”, nr 3188, Centre for Economic Policy Research, London 2002, s. 3.

Uwzględniając powyższe rodzaje przejrzystości, pojęcie to można również definiować w ujęciu wąskim i szerokim.

W wąskim znaczeniu przejrzystość można rozumieć jako przekazywanie informacji dotyczących wewnętrznego procesu podejmowania decyzji.

Z kolei w **ujęciu szerokim** przejrzystość polityki pieniężnej będzie się wiązała z przedstawianiem sposobu realizowania polityki, który ma doprowadzić do osiągnięcia wyznaczonych celów. W tym sensie dana strategia polityki pieniężnej przyczyni się do zwiększenia przejrzystości, jeżeli zapewni spójność pomiędzy wewnętrznym sposobem podejmowania decyzji a komunikacją z otoczeniem zewnętrznym⁹.

Przejrzystość można także określić jako szerokie, szczegółowe prezentowanie wszystkim podmiotom celów polityki pieniężnej, strategii banku centralnego i taktyki operacyjnej. Tak rozumianą przejrzystość można rozważać w dwóch aspektach¹⁰:

- instytucjonalnym – jako zakres ujawnianych przez bank centralny informacji uwzględnianych w procesie realizacji polityki pieniężnej,
- behawioralnym – jako pogląd i ocenę uczestników rynków finansowych odnośnie rzeczywistego kierunku polityki pieniężnej.

⁹ K. Szelać, *Strategia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, „Materiały i Studia” 2003, z. 162, NBP, Warszawa, s. 32.

¹⁰ M. Jarmużek, L. Orłowski, A. Radziwiłł, *Monetary Policy Transparency in Inflation Targeting Countries: The Czech Republic, Hungary and Poland*, Center for Social and Economic Research CASE, Warszawa 2004, s. 6.

II. PRZEJRZYSTOŚĆ A POLITYKA INFORMACYJNA BANKU CENTRALNEGO

Polityka informacyjna banku centralnego, zapewniająca przejrzystość prowadzonej polityki pieniężnej, ma strategiczne znaczenie w jej realizacji, gdyż jest jednym z najistotniejszych narzędzi służących utrzymywaniu niskiej, stabilnej i przewidywalnej stopy inflacji. Jeszcze kilkanaście lat temu banki centralne udzielały niewielu informacji na temat swoich działań, pozwalając, aby czyny niejako mówiły same za siebie. Komunikacja władzy monetarnej z otoczeniem przeszła jednak tak wielką metamorfozę, że obecnie słowa mogą mieć większą wagę niż same działania. Polityka informacyjna zyskała tak wielkie znaczenie z dwóch zasadniczych powodów¹¹:

- doświadczenie pokazało, że jasna, zrozumiała i przejrzysta komunikacja z otoczeniem zwiększa efektywność polityki pieniężnej,
- właściwa komunikacja zwiększa odpowiedzialność banku centralnego za jego działania, gdyż stwarza jasną podstawę do oceny efektów prowadzonej polityki, dzięki czemu również przyczynia się do umocnienia wiarygodności i niezależności banku centralnego.

Aby prowadzona polityka informacyjna wypełniała stojące przed nią zadania, bank centralny powinien mieć strategiczne, aktywne podejście do jej realizacji. Należy zatem ustalić, do kogo informacje są adresowane oraz jakie są najbardziej efektywne narzędzia komunikacji służące dotarciu do docelowych odbiorców. Bank centralny powinien również podejmować dialog ze społeczeństwem, mediami, rynkami finansowymi oraz innymi zainteresowanymi lub wpływowymi kręgami wyborców. Dialog ten winien zwiększać zrozumienie polityki pieniężnej oraz służyć pozyskaniu poparcia dla realizowanych celów i działań. Z drugiej strony również bank centralny powinien starać się zrozumieć punkt widzenia społeczeństwa.

Aktywna komunikacja ze społeczeństwem stwarza okazję do krytyki decyzji i działań banku centralnego przez ekonomistów, uczestników rynków finansowych, publicystów, dziennikarzy, polityków i innych członków społeczeństwa. Krytyka taka może być bardzo konstruktywna, gdyż angażuje społeczeństwo w sprawy polityki pieniężnej, zwiększając w ten sposób jego świadomość i zrozumienie działań władzy monetarnej.

Potencjalne korzyści z publikowania komunikatów banku centralnego będzie można uzyskać jednak tylko wtedy, gdy podmioty prywatne będą zwracały uwagę na to, co bank centralny ma do powiedzenia. Nie jest jednak oczywiste, w jaki sposób komunikaty władzy monetarnej wpływają na formułowanie oczekiwań inflacyjnych inwestorów i innych podmiotów prywatnych, ani jaka forma komunikatów jest najbardziej efektywna. Inwestorzy najprawdopodobniej czytają komunikaty banku centralnego w poszukiwaniu informacji o kierunku polityki pieniężnej w przyszłości, które są im przydatne w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Komunikaty mogą również zawierać informacje o zmianie oceny sytuacji gospodarczej przez bank centralny oraz

¹¹ P. Jenkins, *Communication: A Vital Tool in the Implementation of Monetary Policy*, „Bank of Canada Review”, Spring 2005, s. 59-60.

o potencjalnych ryzykach, które mogą również wpływać na oczekiwania inwestorów co do rozwoju sytuacji gospodarczej. Nie jest jednak jasne, jak duże mogą być te efekty wywołane publikowaniem informacji przez bank centralny, tym bardziej, że duża część danych ujawnianych przez bank centralny jest znana inwestorom i innym podmiotom prywatnym z innych źródeł¹².

Jednym z największych wyzwań w realizacji polityki informacyjnej banku centralnego jest poruszanie spraw dotyczących przyszłości i niepewności z nią związanej. Wynika to z faktu, że uczestnicy rynków finansowych są nadzwyczaj wrażliwi na wszelkie informacje związane z przyszłością, gdyż szukają oni jakichkolwiek wskazówek co do kształtowania się stóp procentowych w przyszłości. Stąd też wszystkie komunikaty banku centralnego, odnoszące się do przyszłości, są bardzo wnikliwie analizowane i mogą mieć ogromny wpływ na wydarzenia na rynkach finansowych. Przedstawiciele władzy monetarnej powinni zatem mówić o przyszłości w sposób rozważny, w kontekście realizowanego celu inflacyjnego, najważniejszych wskaźników makroekonomicznych (stopy wzrostu gospodarczego, luki popytowej i stopy inflacji) oraz wyjaśniać wpływ wykorzystywanych instrumentów i podejmowanych działań na osiągnięcie celu inflacyjnego. Bank centralny powinien również prezentować prognozy najważniejszych wskaźników, ale nie powinien wypowiadać się na temat przyszłego poziomu stóp procentowych, gdyż jest on zobowiązany do realizacji celu inflacyjnego, a nie do utrzymywania określonej ścieżki zmian stóp procentowych. Zmieniające się okoliczności i niespodziewane zdarzenia mają wpływ w pierwszej kolejności na stopy procentowe i stąd też jakakolwiek prognoza ich poziomu byłaby niewiarygodna¹³.

Polityka informacyjna banku centralnego nie powinna być jednak nakierowana na całkowite eliminowanie niepewności co do preferencji i działań banku centralnego, gdyż nadmierna redukcja niepewności zwiększa efekt skrzywienia inflacyjnego, co jest wynikiem mniejszej potrzeby sektora prywatnego do monitorowania i śledzenia polityki banku centralnego. Powinna ona raczej wyjaśniać działania banku centralnego i zwiększać przejrzystość ekonomiczną, czyli dostarczać informacji o szokach, na jakie może być narażona gospodarka i polityka pieniężna, dzięki czemu zwiększy się zainteresowanie społeczeństwa działaniami banku centralnego w celu uzyskania przez nie wiedzy, niezbędnej do formułowania i weryfikowania oczekiwań inflacyjnych. Władza monetarna następnie uwzględnia wpływ tychże oczekiwań inflacyjnych sektora prywatnego na efekty polityki pieniężnej. Dzięki utrzymaniu odpowiedniej ekonomicznej przejrzystości polityki pieniężnej banki centralne mogą zachować właściwą elastyczność realizowanej polityki i nie muszą zobowiązywać się do postępowania zgodnie ze ściśle określoną regułą¹⁴.

Konsekwencje prowadzenia przejrzystej polityki pieniężnej związane są z dwoma rodzajami efektów, wynikającymi ze wzrostu przejrzystości¹⁵:

¹² D. Kohn, B. Sack, *Central Bank Talk: Does It Matter and Why?*, „Finance and Economic Discussion Series” nr 55, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington 2003, s. 1-2.

¹³ P. Jenkins, *Communication...*, s. 62.

¹⁴ P. M. Geraats, *Commitment, Transparency and Monetary Policy*, University of Cambridge 2007; <http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/geraats/justdoit.pdf>, s. 15.

¹⁵ P. M. Geraats, *Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice*, CESifo, „Working Paper” nr 1597, Center for Economic Studies, Munich 2005, s. 2.

- efektami informacji (*information effects*),
- efektami bodźca (*incentive effects*).

Efekty informacji są bezpośrednimi efektami *ex post* ujawnienia informacji. Kiedy bank centralny udostępnia informację sektorowi prywatnemu, wówczas traci korzyści z posiadania tej informacji, a sektor prywatny zyskuje dostęp do nowych informacji, które może wykorzystać podejmując różne decyzje. Z kolei **efekty bodźca** to pośrednie, *ex ante* zmiany strukturalne procesów gospodarczych, które zachodzą w wyniku różnej struktury informacji w warunkach większej przejrzystości. Antycypując ujawnienie określonego typu informacji, bank centralny i/lub sektor prywatny może otrzymać bodziec, aby formalnie zmienić swoje postępowanie¹⁶.

Badania przeprowadzone przez D. Kohn i B. Sack wykazały, że w USA forma przekazywania komunikatów banku centralnego ma istotne znaczenie dla inwestorów i pozostałych podmiotów prywatnych. Komunikaty publikowane przez federalny komitet operacji otwartego rynku (*Federal Open Market Committee – FOMC*) mają istotny wpływ na krótko- i średnioterminową krzywą dochodowości oraz na krótko- i średnioterminowe kontrakty *futures*. Z kolei stopy procentowe na bardzo krótkie terminy są bardziej wrażliwe na nieprzewidziane działania władzy monetarnej aniżeli na jej komunikaty. W przypadku stóp procentowych na terminy od roku do dwóch lat komunikaty i działania banku centralnego wywołują podobny efekt. Przemówienia i wypowiedzi szefa Rezerwy Federalnej Alana Greenspana miały większy wpływ na stopy procentowe niż komunikaty FOMC, a ponadto wpływały również na stopy długoterminowe¹⁷.

III. ZALETY I WADY PRZEJRZYSTEJ POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W praktyce w ostatnich kilkunastu latach wiele banków centralnych zwiększa przejrzystość polityki pieniężnej poprzez publikowanie prognoz inflacji, protokołów z posiedzeń i głosowań organów władzy monetarnej i dokładne wyjaśnianie przyczyn podejmowanych decyzji, spodziewając się uzyskać dzięki temu określone, pozytywne efekty dla realizowanej polityki.

Przejrzysta, jak również wiarygodna polityka pieniężna umożliwia dokonywanie oceny działalności banku centralnego, dzięki czemu jawne prezentowanie decyzji i działań banku centralnego **zwiększa jego odpowiedzialność przed otoczeniem gospodarczym**¹⁸.

Przejrzysta polityka pieniężna, poprzez zwiększanie odpowiedzialności władz monetarnych za prowadzone działania oraz wpływu banku centralnego na oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych, **prowadzi do wzrostu efektywności polityki pieniężnej**. Jednak nie udało się do tej pory określić optymalnego poziomu przejrzystości oraz precyzyjnych procedur jej

¹⁶ Ibidem, s. 2-3.

¹⁷ D. Kohn, B. Sack, *Central Bank...*, s. 21.

¹⁸ S. Eijffinger, M. Hoerberichts, *Central Bank Accountability and Transparency: Theory and some Evidence*, „Discussion Papers” 2000, nr 6, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, s. 2.

wprowadzania i zwiększania. Brak konsensusu obejmuje takie kwestie, jak publikacje zaawansowanych prognoz banku centralnego czy też publikacje protokołów z posiedzeń i głosowań władz monetarnych¹⁹.

Większość ekonomistów zgadza się również co do tego, że większa przejrzystość polityki monetarnej jest pożądana, gdyż dzięki niej podmioty sektora prywatnego podejmują lepsze decyzje, powiększające dobrobyt społeczeństwa i oparte są na szerszych, dokładniejszych informacjach. Jednak nie wszyscy badacze podzielają ten pogląd. Niektórzy argumentują, że optymalna jest niepełna przejrzystość, gdyż efekty uzyskiwane dzięki reputacji banku centralnego i jego zdolność do kontroli inflacji muszą być rozważane w kontekście woli sektora prywatnego, aby inflacja, dochód i zatrudnienie pozostały stabilne. Inni z kolei twierdzą, że ograniczona przejrzystość jest istotna ze względów operacyjnych. Ważne jest jednak, aby polityka pieniężna była na tyle przejrzysta, żeby wzmacniać wiarygodność banku centralnego oraz aby odróżnić potrzebę posiadania wiedzy od konieczności jej zrozumienia, która wydaje się ważniejsza²⁰.

Prowadzenie przez bank centralny przejrzystej polityki pieniężnej **zmniejsza również ryzyko stosowania nacisków politycznych** na władze monetarne, zmierzających do wymuszenia zmian kierunku bądź skali działań banku centralnego w celu uzyskania określonych korzyści politycznych, zazwyczaj krótkoterminowych.

Wszystkie działania banku centralnego mające na celu zwiększanie przejrzystości prowadzonej polityki prowadzą się zatem do zapewnienia **lepszego zrozumienia polityki pieniężnej** wśród podmiotów gospodarczych, dzięki czemu realizowana polityka staje się bardziej efektywna. Wzrost przejrzystości polityki pieniężnej przyczynia się do zwiększenia jej efektywności, rozumianej tu jako skuteczność w osiągnięciu wytyczonych celów, gdyż²¹:

- jasne przedstawienie celów i sposobu ich realizacji **wzmacnia wiarygodność** banku centralnego,
- częste prezentowanie ocen banku centralnego dotyczących bieżącej sytuacji ekonomicznej i jej wpływu na realizowany cel **stanowi swego rodzaju kotwicę dla oczekiwań inflacyjnych**,
- silne zobowiązanie do przejrzystego prowadzenia polityki monetarnej **wzmacnia samodyscyplinę w dążeniu do osiągnięcia deklarowanych celów**,
- jasne prezentowanie strategii banku centralnego i jej bieżącej realizacji stanowi pewien kierunkowskaz dla rynków finansowych, prowadząc w ten sposób do **bardziej precyzyjnego formułowania oczekiwań**, zwiększania przewidywalności działań władz monetarnych umożliwiając ich antycypację w średnim okresie.

¹⁹ A. Cukierman, *Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present and the Future*, „Working Paper” 2006, nr 360, Central Bank of Chile, s. 23-24.

²⁰ M. Demertzis, A. H. Hallet, *Central Bank Transparency in Theory and Practice*, „Conference Paper” nr 56, Royal Economic Society Annual Conference, 2003, s. 2.

²¹ *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt/M. 2004, s. 67-69.

Wzrost przejrzystości polityki pieniężnej, aczkolwiek może w pewnym zakresie zmniejszać niezależność banku centralnego, prowadzi do wzrostu efektywnej niezależności, co z kolei powoduje spadek oczekiwanej stopy inflacji i konieczności stabilizacji szoków podaźowych. Powoduje to zatem większy wzrost wiarygodności polityki pieniężnej aniżeli jej elastyczności. Pozytywnym skutkiem zwiększania przejrzystości polityki pieniężnej może być też poprawa jakości publikowanych informacji, aby ich publiczna analiza była prawidłowa. Merytoryczna, rzeczowa dyskusja na tematy związane z polityką pieniężną również może wpłynąć na zwiększenie trafności podejmowanych decyzji²².

Dzięki temu, że przejrzysta polityka pieniężna umożliwi uczestnikom rynków finansowych antycypowanie decyzji i działań banku centralnego oraz uwzględnianie ich efektów we własnych operacjach, bank centralny może zmieniać krótkoterminowe stopy procentowe (np. stopę *overnight*) nie wywołując nadmiernej i niepotrzebnej zmienności rynków finansowych. Ponadto jawne prezentowanie wiarygodnego celu inflacyjnego, poprzez wpływ na oczekiwania inflacyjne, będzie raczej osłabiało wpływ nieprzewidzianych szoków na stopę inflacji aniżeli go nasilało²³.

Wpływ przejrzystości polityki pieniężnej na zachowanie rynków finansowych zależy od efektywności tych rynków. Jeżeli uczestnicy rynków finansowych poprawnie rozumieją czynniki determinujące stopę inflacji, sposób ich oszacowania przez bank centralny oraz możliwe reakcje władzy monetarnej na zmiany tych czynników, wówczas stopy procentowe na rynkach finansowych powinny niezwłocznie dostosowywać się do informacji wynikających z nowych danych makroekonomicznych. Zgodnie bowiem z teorią rynków efektywnych, ceny instrumentów finansowych powinny zawsze uwzględniać wszystkie dostępne informacje. Na rynkach efektywnych stopy procentowe powinny zatem zmieniać się niemal natychmiast po opublikowaniu danych wpływających na oczekiwania rynku dotyczące przyszłej polityki pieniężnej. W przypadku pełnej przejrzystości polityki pieniężnej i symetrycznej informacji, zmiany stóp procentowych banku centralnego winny być doskonale antycypowane przez rynek i nie powinny wpływać na krzywą dochodowości. Krzywa dochodowości będzie się natomiast zmieniała w odpowiedzi na publikację informacji makroekonomicznych, jeżeli rynki finansowe nie będą podzielały opinii banku centralnego na temat sytuacji gospodarczej lub polityka pieniężna nie będzie przejrzysta i zrozumiała. W rzeczywistości nie jest możliwe bezbłędne przewidywanie decyzji banku centralnego, gdyż nie stanowią one automatycznej reakcji na zmieniające się otoczenie, ale podejmowane są w warunkach niepewności co do rozwoju sytuacji w przyszłości. Nie ulega jednak wątpliwości, że wzrost przejrzystości polityki pieniężnej powinien przekładać się na zbliżenie sposobu interpretacji danych makroekonomicznych przez bank centralny i pozostałe podmioty²⁴.

Należy podkreślić, że efekty informacji i bodźca wynikające ze wzrostu przejrzystości z reguły są korzystne. Jednak mogą one pociągać także negatywne konsekwencje.

²² P. M. Geraats, *Transparency...*, s. 3-4.

²³ N. Parent, *Transparency...*, s. 29-30.

²⁴ *Ibidem*, s. 30.

W przypadku efektu informacji, odbiorca ujawnianych danych zawsze zyskuje bezpośrednio korzyści, gdyż zmniejsza się jego niepewność i ma możliwość podejmowania decyzji na podstawie pełniejszych informacji. Dodatkowym efektem jest również dostosowanie oczekiwań inflacyjnych odbiorców informacji, które oddziałują na inne zmienne ekonomiczne, niekoniecznie w pożądanym sposób. Ponadto komunikaty ujawniającego nowe informacje mogą zostać źle zrozumiane przez odbiorców, co spowoduje powstanie dodatkowych zakłóceń²⁵.

Z kolei efekt bodźca wywołany wzrostem przejrzystości będzie wpływał na zachowanie zarówno nadawcy, jak i odbiorcy informacji. W odpowiedzi na nową informację, jej odbiorca zmodyfikuje swoje oczekiwania, co następnie wpłynie na postępowanie nadawcy informacji. Większa przejrzystość odnośnie do szoków i zakłóceń wpływających na działania w ramach polityki pieniężnej i jej efekty powoduje, że oczekiwania inflacyjne sektora prywatnego są bardziej wrażliwe na wszelkie nieprzewidziane zmiany w sposobie realizacji i wynikach polityki monetarnej, gdyż dokładniej odzwierciedlają one preferencje banku centralnego. W rezultacie silniejsza reakcja oczekiwań inflacyjnych sprawia, że przywracanie stopy inflacji na pożądaną ścieżkę staje się bardziej kosztowne, co mobilizuje bank centralny do stałego utrzymywania niskiej inflacji.

Reakcje odbiorców na ujawniane informacje mogą mieć również negatywne skutki. Przykładowo w sytuacji, w której uczestnicy rynku wykazują tendencję do skoordynowanych akcji (np. uczestnicy rynków finansowych), przywiązują oni nadmiernie wysoką wagę do wszelkich publicznych komunikatów. W takiej sytuacji większa przejrzystość polityki pieniężnej dodatkowo zwiększa wrażliwość uczestników rynków finansowych na udostępniane informacje, a jeśli komunikaty wysyłane przez bank centralny są niejasne, może to doprowadzić do większej niestabilności rynków finansowych.

Ponadto większa dostępność informacji publicznych może zmniejszać motywację sektora prywatnego do poszukiwania innych informacji oraz redukować siłę sygnałów wysyłanych przez rynek, w wyniku czego może się zmniejszyć poprawność formułowanych oczekiwań inflacyjnych. Wzrost przejrzystości powoduje zatem, że obserwowanie banku centralnego jest dla sektora prywatnego mniej kosztowne, co może prowadzić do jego nadmiernych reakcji.

Do badań nad przejrzystością J. Faust i L. E. O. Svensson stworzyli model, analizujący znaczenie zmieniającej się wiarygodności i przejrzystości polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji (poniżej 5%). Z badań tych wynika, że bank mniej wiarygodny prowadzi bardziej ekspansywną politykę niż bank cieszący się dużą wiarygodnością w tym sensie, że dopuszcza występowanie wyższej inflacji oraz mniej ekspansywną w tym sensie, że inflacja i zatrudnienie kształtują się na poziomie niższym niż oczekiwany.

Z kolei bardziej przejrzysta polityka pieniężna zwiększa wiarygodność i skuteczność banku centralnego. Większa przejrzystość działań i zamiarów banku centralnego jest korzystna z punktu widzenia społeczeństwa, gdyż zwiększa wrażliwość jego reputacji i wiarygodności oraz oczekiwań inflacyjnych sektora prywatnego na efekty prowadzonej polityki. Powoduje to wzrost

²⁵ P. M. Geraats, *Transparency...*, s. 3.

kosztów banku centralnego w przypadku nieosiągnięcia ogłoszonego celu, co w rezultacie zmniejsza zmienność stopy inflacji i zatrudnienia, a w efekcie tego generalnie (choć nie zawsze) zwiększa dobrobyt społeczeństwa.

Z kolei pełna przejrzystość polityki pieniężnej, aczkolwiek również korzystna dla społeczeństwa, w pewnych sytuacjach może się okazać niewskazana dla banku centralnego i wręcz prowadzić do znacznie gorszych efektów prowadzonej polityki zarówno z punktu widzenia banku centralnego, jak i społeczeństwa. Dlatego też preferencje władzy monetarnej i społeczeństwa odnośnie do optymalnego poziomu przejrzystości polityki pieniężnej są różne (optymalna przejrzystość jest większa według społeczeństwa, mniejsza według banku centralnego)²⁶.

Natomiast badania M. Demertzis i A. H. Hallet potwierdzają fakt, że brak przejrzystości polityki pieniężnej wpływa niekorzystnie na stabilność gospodarki, gdyż zwiększa zmienność inflacji i dochodu. Spostrzeżenie to dotyczy zarówno przejrzystości politycznej, jak i ekonomicznej. Wzrost przejrzystości nie wpływa jednak na przeciętny poziom inflacji i dochodu, a jedynie na ich zmienność²⁷.

Podsumowując powyższe rozważania teoretyczne i empiryczne można stwierdzić, że przejrzysta polityka pieniężna:

- zwiększa przewidywalność decyzji i działań banku centralnego oraz efektów polityki pieniężnej,
- motywuje bank centralny do zdobywania wiarygodności i reputacji banku antyinflacyjnego, gdyż zwiększa wrażliwość oczekiwań sektora prywatnego na nieprzewidziane zmiany polityki pieniężnej,
- przyczynia się do wzrostu wiarygodności polityki pieniężnej i dzięki temu zwiększa stabilność długoterminowych oczekiwań inflacyjnych sektora prywatnego.

IV. ISTOTA I RODZAJE ODPOWIEDZIALNOŚCI DEMOKRATYCZNEJ BANKU CENTRALNEGO

Ponoszenie odpowiedzialności oznacza, że odpowiedzialny podmiot jest zobowiązany przedstawić rozliczenie i wyjaśnienie swoich działań. W sferze polityki pieniężnej problem odpowiedzialności jest szczególnie istotny ze względu na fakt, że władze banku centralnego zajmują się bardzo istotną dziedziną życia gospodarczego, a nie są wybierane bezpośrednio w demokratycznych wyborach. Konieczne jest zatem stworzenie możliwości dokonywania publicznej oceny jego działalności, tak aby można było ustalić, czy jest ona zgodna z preferencjami społeczeństwa.

Kwestia odpowiedzialności za realizację polityki pieniężnej wymaga jasności stosowanych rozwiązań instytucjonalnych oraz wyznaczania formalnego, wyraźnego celu, tak aby każdy podmiot mógł stwierdzić, kto i za co jest odpowiedzialny.

²⁶ J. Faust, L. E. O. Svensson, *Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals*, „Working Paper” 1998, nr 6452, National Bureau of Economic Research, Cambridge, s. 3, 27-28.

²⁷ M. Demertzis, A. H. Hallet, *Central Bank...*, s. 3-17.

Ponoszenie odpowiedzialności za realizację celu jest konieczne z dwóch powodów: po pierwsze ma zwiększać motywację banku centralnego do osiągnięcia wytyczonego celu i właściwego wyjaśniania podejmowanych działań, po drugie zaś ma tworzyć demokratyczny nadzór nad tak ważną instytucją, jaką jest bank centralny.

Odpowiedzialność władz monetarnych za realizację wyznaczonego celu wydaje się być kwestią ściśle związaną z niezależnością banku centralnego. Bank centralny jest instytucją o podstawowym znaczeniu dla gospodarki danego kraju, a jego władze nie podlegają demokratycznym wyborom. W związku z tym powinny one ponosić odpowiedzialność za swoje działania przed demokratycznie wybranymi przedstawicielami społeczeństwa. W czasach, kiedy banki centralne nie posiadały tak szerokiej niezależności instrumentalnej jak obecnie, ich odpowiedzialność była w pewnym stopniu automatycznie zapewniona. Wraz ze wzrostem niezależności banku centralnego w zakresie realizacji polityki pieniężnej, niezbędne stało się określenie instytucji, przed którą będzie on ponosił odpowiedzialność za swoje działania²⁸.

Odpowiedzialność demokratyczną można definiować w wąskim i szerokim znaczeniu. **W wąskim ujęciu** oznacza ona, że bank centralny jest odpowiedzialny przed inną instytucją za realizację celu polityki pieniężnej. **W ujęciu szerokim** natomiast odpowiedzialność demokratyczna oznacza, że istnieje pewien mechanizm pozwalający urzędnikom pochodzącym z demokratycznych wyborów w pewnych ściśle określonych okolicznościach korygować decyzje banku centralnego i zmieniać hierarchię jego celów. Tak rozumiana odpowiedzialność może jednak prowadzić do powstania konfliktu pomiędzy niezależnością banku centralnego a odpowiedzialnością w wąskim znaczeniu²⁹.

W zakresie polityki pieniężnej można wyróżnić trzy podstawowe aspekty odpowiedzialności demokratycznej banku centralnego³⁰:

- decydowanie o celach polityki pieniężnej i hierarchii ich ważności,
- przejrzystość bieżącej polityki monetarnej,
- wskazanie podmiotu ostatecznie odpowiedzialnego na skutki polityki

pieniężnej.

W demokratycznym społeczeństwie o celach banku centralnego i ich hierarchii powinien decydować organ wybierany w demokratycznych wyborach. Cele te powinny być również jednoznacznie zdefiniowane. Wyznaczanie pojedynczego celu bądź wskazywanie celu pierwszorzędного znacznie ułatwia monitorowanie działań banku centralnego i rozliczanie go z realizacji wytyczonych zadań. Wskazywanie jasno określonego celu sprawia także, że organ, przed którym władza monetarna jest odpowiedzialna za realizację polityki pieniężnej, posiada jasne kryterium oceny jego działalności.

²⁸ A. Cukierman, *Central Bank Accountability and Transparency: Theory and some Evidence*, „Discussion Papers” 2000, nr 6, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, s. 23-24.

²⁹ A. Cukiermann, *Accountability, Credibility, Transparency and Stabilization Policy in the Eurosystem*, „Series Paper” 2000, nr 4, The Foerder Institute for Economic Research, Tel-Aviv University, s. 4.

³⁰ S. Ejffinger, M. Hoeberichts, *Central Bank Accountability...*, s. 2.

Zwiększanie odpowiedzialności demokratycznej poprzez scedowanie ostatecznej odpowiedzialności za efekty polityki pieniężnej na rząd, który z kolei jest odpowiedzialny przed demokratycznie wybranym parlamentem, powoduje pośrednio wzrost wpływu parlamentu na realizację polityki pieniężnej. W takim przypadku następuje spadek efektywnej niezależności banku centralnego, co prowadzi do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i konieczności stabilizacji szoków podażowych. Ten sposób zwiększania odpowiedzialności demokratycznej wydaje się zatem bardziej wskazany dla krajów, w których elastyczność polityki pieniężnej stanowi większy problem aniżeli jej wiarygodność³¹.

W odniesieniu do kwestii ostatecznej odpowiedzialności za efekty prowadzonej polityki należy rozważyć trzy kwestie³²:

- relacje banku centralnego z parlamentem; występowanie prawnego zobowiązania banku centralnego do przedkładania parlamentowi raportów z realizacji polityki pieniężnej, tak aby członkowie parlamentu mogli regularnie kontrolować realizację polityki pieniężnej, a z kolei bank centralny mógł wyjaśniać swoje decyzje,

- istnienie swego rodzaju mechanizmu korekcyjnego; rząd może mieć do dyspozycji instrument pozwalający mu ingerować w decyzje banku centralnego i wpływać na realizację polityki pieniężnej. Jeśli taki mechanizm istnieje, wówczas w przepisach prawnych musi być jednoznacznie wskazane, w jakich okolicznościach rząd może z niego skorzystać, tak aby uniemożliwić jego wykorzystywanie w celu wywierania presji politycznej na władze banku centralnego; korzystanie z tego mechanizmu powinno być publicznie ogłaszane, a bank centralny winien mieć możliwość odwołania się od decyzji rządu,

- procedury dymisji gubernatora/prezesa banku centralnego; mogą one stanowić mechanizm egzekwowania odpowiedzialności *ex post*. Jeżeli władze banku centralnego mogą zostać zdymisjonowane w przypadku nieosiągnięcia wyznaczonych celów, dymisja stanowi w takim przypadku sankcję, uzależniając piastowanie stanowiska od efektów polityki pieniężnej, a w szczególności od realizacji celu.

Parlament jest zawsze organem ostatecznie odpowiedzialnym za politykę banku centralnego, gdyż to on ustanawia przepisy prawne, w ramach których władza monetarna może funkcjonować. Już sama groźba zmiany prawa może spowodować, że nawet bardzo niezależny bank centralny będzie się upewniał, czy realizowana przez niego polityka jest generalnie zgodna z poglądami społeczeństwa i jego wybranych demokratycznie przedstawicieli³³. Możliwe jest także rozwiązanie, w którym bank centralny jest odpowiedzialny przed rządem, a ten z kolei odpowiada przed pochodzącym z demokratycznych wyborów parlamentem. W tym przypadku jednak rząd powinien mieć do dyspozycji odpowiedni mechanizm korekcyjny, który w określonych przypadkach umożliwi mu wpływanie na politykę banku centralnego. W przeciwnym razie jego rola

³¹ S. Ejjfingger, M. Hoerberichts, E. Schaling, *A Theory of Central Bank Accountability*, „Discussion Paper” 2000, nr 2354, Centre for Economic Policy Research, London, s. 12-13.

³² S. Ejjfingger, M. Hoerberichts, *Central Bank...*, s. 4.

³³ W przypadku strefy euro stwierdzenie powyższe odnosi się wyłącznie do narodowych banków centralnych. Jednak ryzyko zmiany obowiązującego prawa jest znikome, gdyż nadrzędne jest prawo unijne, a to może zostać zmienione tylko wtedy, gdy wyrażą na to zgodę wszystkie kraje członkowskie.

sprowadzałaby się do raportowania w parlamencie sprawozdań banku centralnego, za które nie mógłby on odpowiadać.

Formy odpowiedzialności stosowane w praktyce w różnych krajach są rozmaite: od konkretnie wyspecyfikowanej w kontrakcie odpowiedzialności przed rządem (Nowa Zelandia – gubernator banku centralnego może nawet zostać zwolniony w przypadku chybienia celu inflacyjnego), poprzez model generalnej odpowiedzialności przed Kongresem (Stany Zjednoczone), aż po model ogólnej odpowiedzialności banku centralnego przed społeczeństwem (Niemcy). Jednym ze stosowanych w praktyce rozwiązań jest także przedkładanie parlamentowi przez bank centralny raportu z wyjaśnieniami, jeżeli stopa rzeczywistej inflacji znacznie odbiega od założonego celu (Wielka Brytania). Aktywnym podejściem do egzekwowania odpowiedzialności za osiągnięcie celu inflacyjnego jest ocena rzetelności zrealizowanej polityki pieniężnej przez niezależnych, zewnętrznych ekspertów (Nowa Zelandia, Norwegia, Wielka Brytania).

W rzeczywistości jednak formalne procedury i sankcje za nieosiągnięcie wyznaczonego celu nie są drastyczne i prowadzą się do monitorowania działań banku centralnego przez organ ustawodawczy. Według badań 94 banków centralnych, 88% z nich posiadało wyraźny cel inflacyjny, w 74% działania władzy monetarnej były na bieżąco monitorowane przez parlament, a tylko w 18% krajów istniały formalne procedury postępowania w przypadku rozminięcia się banku centralnego z celem inflacyjnym. Pewnym sposobem zapewnienia odpowiedzialności za realizację polityki pieniężnej jest przesunięcie ostatecznej odpowiedzialności na rząd przy pomocy nadrzędnego, „ręcznie sterowanego” mechanizmu korekcyjnego. Chociaż polityczne ingerencje mogłyby zagrażać niezależności banku centralnego, to jednak mogłyby się okazać korzystne, a negatywne efekty można by ograniczyć dzięki wprowadzeniu jasno sprecyzowanych procedur, gwarantujących zachowanie równowagi politycznej. Mechanizm taki funkcjonował w Holandii przed zmianą ustawy o banku centralnym³⁴.

Każde z wymienionych wyżej rozwiązań może sprawnie funkcjonować, choć wydaje się, że wariant z precyzyjnie zdefiniowanym zakresem odpowiedzialności przed wybranymi demokratycznie władzami powinien być bardziej efektywny.

Kluczowe znaczenie dla odpowiedzialności banku centralnego i oceny efektów jego działań ma właściwa polityka informacyjna. Aby bank centralny był w pełni odpowiedzialny, jego komunikacja z otoczeniem nie może się ograniczać jedynie do informacji niezbędnych do zrozumienia celu polityki pieniężnej i postępów w jego osiąganiu, ale musi również dostarczać informacji na temat trudności stojących przed władzą monetarną oraz czynników, które musi ona brać pod uwagę w procesie podejmowania decyzji. Przekazywanie tych informacji powinno być jednym z podstawowych działań banku centralnego³⁵.

³⁴ S. Fisher, *Central Bank Independence Revisited*, „American Economic Review” 85, 1995, nr 2, The American Economic Association, Nashville, s. 201-203; P. M. Geraats, *Central Bank...*, s. 557; M. Fry, D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger, G. Stern, *Key issues...*, s. 1-216.

³⁵ P. Jenkins, *Communication...*, s. 60.

Przejrzystość jest bardzo ważnym elementem odpowiedzialności, gdyż dzięki przejrzystej polityce udostępniane są informacje umożliwiające ocenę decyzji i działań władzy monetarnej oraz egzekwowanie odpowiedzialności za realizację założonej polityki. W związku z tym bank centralny powinien być zobligowany do publikowania w regularnych odstępach czasu raportów zawierających prezentację minionej polityki pieniężnej oraz planów i prognoz na przyszłość, w odniesieniu do realizowanych celów. Jest to szczególnie ważne w przypadku chybienia celu, gdyż wówczas bank centralny może być oceniany niemal wyłącznie na podstawie jego własnych komunikatów i informacji. Jednocześnie procedury wyjaśniania realizowanej polityki pieniężnej powinny zostać określone w przepisach prawnych.

Kwestia odpowiedzialności związana jest także z problemem przejrzystości³⁶, a konkretnie z publikowaniem protokołów z posiedzeń i wyników głosowań władz monetarnych. W tym kontekście sprawą dyskusyjną jest to, czy odpowiedzialność za decyzje kolektywnych organów banku centralnego jest zbiorowa czy osobista³⁷.

Gdyby odpowiedzialność członków władzy monetarnej za podejmowane decyzje była raczej osobista, a nie zbiorowa, wówczas publikowanie protokołów z głosowań miałyby niebagatelne znaczenie dla przejrzystości polityki pieniężnej i możliwości rozliczania decydentów z realizacji polityki pieniężnej. Z drugiej strony publikowanie wyników głosowań mogłoby podważać niezależność banku centralnego poprzez wystawianie członków jego organów na naciski polityczne, bądź też mogłoby skłaniać do wyboru członków władz monetarnych spoza grona specjalistów i ekspertów. W praktyce niewiele banków centralnych publikuje wyniki głosowań³⁸. Należy też pamiętać, że chociaż w przypadku indywidualnego podejmowania decyzji znacznie łatwiej uzyskać przejrzystość proceduralną, to jednak organy kolektywne z reguły podejmują bardziej trafne decyzje³⁹.

Ponadto należy zwrócić uwagę na fakt, że model indywidualnego podejmowania decyzji przez gubernatora banku centralnego posiada kilka negatywnych cech i niesie ze sobą określone ryzyka⁴⁰:

– ryzyko związane z osobą gubernatora i jego antyinflacyjnym nastawieniem,

³⁶ „Otwartość jest koniecznością dla banku centralnego w wolnym i demokratycznym społeczeństwie. Przejrzystość naszych działań jest środkiem, dzięki któremu stajemy się odpowiedzialni przed współobywatelami i który pozwala im ocenić, czy godni jesteśmy realizować politykę pieniężną”; A. Greenspan, *Transparency in Monetary Policy*, Speech on Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis 2001.

³⁷ A. Cukierman, *Central Bank...*, s. 23-24.

³⁸ Tylko 18% banków centralnych publikuje protokoły z posiedzeń władzy monetarnej. Wśród krajów realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego czyni to 60% z nich. Publikowanie wyników głosowań nad decyzjami kolektywnego organu władzy monetarnej jest jeszcze mniej powszechne: 10% banków centralnych ogółem i 20% banków stosujących strategię BCI. Na podstawie: P. M. Geraats, *Transparency...*, s. 19.

³⁹ S. Ejjfingger, P. M. Geraats, *How Transparent...*, s. 16.

⁴⁰ M. Sherwin, *Institutional Frameworks for Inflation Targeting*, Speech of Deputy Governor of Reserve Bank of New Zealand to Bank of Thailand Symposium „Practical Experiences on Inflation Targeting”, Bangkok 2000, s. 7-8.

– zdominowanie procesu podejmowanie decyzji jednym, określonym ciągiem myślenia, co może prowadzić do podjęcia gorszych decyzji niż w przypadku decydowania przez organ kolektywny,

– społeczeństwo może uważać, że pojedyncza osoba, gubernator banku centralnego, posiada zbyt rozległą władzę, co może prowadzić do podważania niezależności operacyjnej banku centralnego,

– pojedyncza osoba może posiadać niewystarczającą lub częściową wiedzę na temat aktualnej sytuacji gospodarczej i przewidywanego jej rozwoju, co także może prowadzić do podjęcia gorszych decyzji aniżeli w przypadku ich podejmowania przez organ kolektywny.

W Nowej Zelandii zdecydowano się pozostawić model jednoosobowego podejmowania decyzji przez gubernatora banku centralnego. Decyzję taką uzasadniano jasnym określeniem podmiotu odpowiedzialnego za realizację polityki pieniężnej. Rozwiązanie to miało także ułatwiać zachowanie spójności i konsekwencji polityki informacyjnej oraz większej efektywności w zarządzaniu instytucją banku centralnego niż w przypadku powierzenia decyzyjności organowi kolektywnemu. Ryzyka związane z upoważnieniem gubernatora do samodzielnego decydowania o realizacji polityki pieniężnej ograniczono dzięki⁴¹:

– rygorystycznemu procesowi wyboru gubernatora – minister finansów mianuje gubernatora spośród osób wskazanych przez zarząd banku,

– ograniczeniom decyzyjnych uprawnień gubernatora wyraźnie wskazanym w statucie banku centralnego i w kontrakcie gubernatora,

– stałemu monitorowaniu działań gubernatora przez zarząd w celu sprawdzenia, czy postępuje on w sposób kolegialny i ma odpowiedni wzgląd na informacje i dane pochodzące ze źródeł wewnętrznych i zewnętrznych banku,

– przejrzystości, która ma zapewnić zewnętrzną analizę i ocenę decyzji gubernatora, w szczególności przez rynki finansowe.

Odpowiedzialność banku centralnego za osiągnięcie wytyczonego celu wymaga większej przejrzystości polityki pieniężnej w przypadku banków realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, aniżeli banków stosujących kontrolę kursu walutowego lub agregatów monetarnych. Efekty kontroli kursu walutowego podmioty gospodarcze mogą bowiem monitorować na bieżąco, dopóki rezerwy walutowe są wystarczające. Bezpośrednia obserwacja skuteczności kontroli agregatów pieniężnych jest już bardziej skomplikowana, gdyż bank centralny nie posiada pełnej kontroli nad ilością pieniądza i konieczne jest uwzględnianie błędów, będących skutkiem nieprzewidzianych szoków na rynku pieniężnym. Z kolei śledzenie na bieżąco efektów realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest jeszcze większym wyzwaniem, o ile w ogóle jest możliwe. Bank centralny nie ma wpływu na wszystkie czynniki decydujące o wysokości stopy inflacji i musi uwzględniać nieprzewidziane zakłócenia w mechanizmie transmisji i szoki podażowe, np. na rynku ropy naftowej, jak również inne zjawiska, np. ataki terrorystyczne, wybuchy wojny itp. Ponadto monitorowanie stopy inflacji utrudniają również znaczne opóźnienia w me-

⁴¹ Ibidem, s. 8-9.

chanizmie transmisji impulsów monetarnych wynoszące od roku do dwóch lat. Wszystko to sprawia, że bieżąca stopa inflacji jest wynikiem decyzji władz monetarnych podejmowanych w przeszłości i w żaden sposób nie informuje o poprawności aktualnej polityki pieniężnej. Aby zatem bank centralny mógł w czasie rzeczywistym ponosić odpowiedzialność za realizację polityki monetarnej, konieczne jest dokonywanie prognoz i symulacji badających, czy bieżące działania banku centralnego umożliwią osiągnięcie celu inflacyjnego. Stąd też w przypadku strategii BCI przejrzystość w zakresie prognoz inflacji ma decydujący wpływ na odpowiedzialność banku centralnego za realizację celu inflacyjnego. Ponadto konieczne jest publikowanie wszelkich danych makroekonomicznych uwzględnianych przez władzę monetarną w procesie podejmowania decyzji. W praktyce banki centralne stosujące strategię BCI ujawniają znacznie więcej danych i informacji, aniżeli wymagają tego przepisy prawne, co pozwala wysnuć wniosek, że formalna odpowiedzialność za realizację celu inflacyjnego nie jest najważniejszym bodźcem dla zwiększania przejrzystości polityki pieniężnej⁴². Ponadto należy stwierdzić, że budowanie odpowiedzialności banku centralnego poprzez wzrost przejrzystości jego polityki jest atrakcyjne dla krajów, w których wiarygodność władzy monetarnej w stosunku do elastyczności polityki pieniężnej stanowi relatywnie większy problem.

Odpowiedzialność banku centralnego może wpływać na przejrzystość polityki pieniężnej poprzez wprowadzanie formalnych wymogów publikacji określonych informacji, jednak wydaje się, że kwestia odpowiedzialności nie była w praktyce główną przyczyną zwiększania przejrzystości polityki monetarnej. Możliwe jest jednak również, że odpowiedzialność władzy monetarnej będzie powodowała wzrost przejrzystości bez wprowadzania formalnych nakazów ujawniania danych.

Ponoszenie odpowiedzialności za realizację polityki pieniężnej najprawdopodobniej będzie motywowało władzę monetarną do efektywnego i trwałego realizowania wytyczonych celów. Ponadto odpowiedzialność wydaje się istotna dla utrzymania poparcia społecznego dla niezależności banku centralnego. Oznacza to, że właściwe zapewnienie odpowiedzialności władzy monetarnej za podejmowane decyzje i działania przynosi istotne korzyści.

V. ZAKOŃCZENIE

W kontekście realizacji współczesnej polityki pieniężnej, której zasadniczym celem jest stabilność cenowa, a dzięki niej osiągnięcie bezpieczeństwa systemu pieniężnego – szczególnie ważnej roli nabrało interpretowanie rezultatów makroekonomicznych i wyjaśnianie decyzji podejmowanych przez władzę monetarną. Spowodowało to zwrócenie uwagi w prowadzonej przez bank centralny polityce informacyjnej na jakościowe cechy polityki pieniężnej, jakimi są m.in. przejrzystość i odpowiedzialność demokratyczna.

⁴² P. M. Geraats, *Transparency...*, s. 25.

Strategia komunikacji nowoczesnego banku centralnego z rynkami finansowymi i publicznością zmusza do gwarantowania wysokich standardów czytelności decyzji o odpowiedzialności poprzez publikacje prognoz i raportów o inflacji.

Mgr Magdalena Musielak-Linkowska jest doktorantem Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.

ROLE OF TRANSPARENCY AND RESPONSIBILITY IN THE MONETARY POLICY OF CENTRAL BANKS

Summary

The paper focuses on quality aspects of the monetary policy carried out by central banks, such as the recently emphasised transparency and democratic responsibility, and presents the role of such an institutionalised framework of the monetary policy in the communication strategy of central banks, its influence on the “perception” of the monetary policy by financial markets and the public, and the responsibility of relevant authorities for decisions made.

Different types of transparencies and the manner in which democratic responsibility is interpreted have been characterised. Their links with the independence of contemporary central banks and the benefits flowing from a transparent monetary policy as well as consequences of a democratic responsibility on the monetary policy have been emphasised.