

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 437

**Finanse na rzecz
zrównoważonego rozwoju.
Gospodarka – etyka – środowisko**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Magorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach:
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2016

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-592-6

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Jacek Adamek: Ubóstwo w perspektywie islamu – wybrane zagadnienia / Poverty in the perspective of Islam – selected problems.....	11
Agnieszka Alińska: Shadow banking jako element zrównoważonego rozwoju systemu finansowego / Shadow banking as an element of sustainable development financial system.....	22
Kamil Borowski: Finansowanie ochrony środowiska w Polsce przez Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej / Financing of environmental protection in Poland by the National Fund for Environmental Protection and Water Management.....	32
Grażyna Borys: Opłata eksploatacyjna jako kategoria finansowa / Service charge as a financial category.....	42
Krystyna Brzozowska: Multilateralne instytucje finansowe w Europie wobec wymagań zrównoważonego rozwoju / Multilateral financial institutions in Europe towards sustainable development requirements.....	51
Dorota Burzyńska: Inicjatywy klastrowe elementem zielonej gospodarki / Cluster initiatives as an element of green economy.....	63
Michał Buszko, Dorota Krupa: Fundusze sekurytyzacyjne a zrównoważony rozwój rynku finansowego w Polsce / Securitisation funds and sustainable development of financial market in Poland.....	75
Michał Buszko, Dorota Krupa, Damian Walczak: Rynek finansowy wobec starzejącego się społeczeństwa / Financial market towards an ageing society.....	87
Zuzanna Czekaj: Opłata za emisję spalin jako źródło finansowania ochrony środowiska / Fee for issue of exhaust as a source of financing of environmental protection.....	96
Ewa Dziawgo: Zastosowanie opcji forward start w ocenie strategicznych przedsięwzięć proekologicznych / Applying forward start options in the assessment of strategic pro-ecological projects.....	106
Leszek Dziawgo: Ekologiczne fundusze inwestycyjne banków szwajcarskich / Ecological investment funds of Swiss banks.....	115
Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo: Bankowość alternatywna. Społeczna ewolucja biznesu finansowego – wybrane aspekty ekologiczne / Alternative banking. Social evolution of financial business – selected ecological aspects.....	124

Joanna Fila: Zielone mikrofinanse jako element zrównoważonego rozwoju / The green microfinance as an element of the sustainable development.....	132
Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk, Magdalena Walczak-Gańko: Świadomość potrzeby planowania emerytalnego / Awareness of the necessity of retirement planning.....	143
Juliusz Giżyński: Europejska Rada Budżetowa jako organ uzupełniający narodowe rady fiskalne w krajach strefy euro / The European Fiscal Board as a body complementing national fiscal councils in the euro area countries.	156
Agata Ibron: Systemy wsparcia odnawialnych źródeł energii w Polsce / The support systems for renewable energy sources in Poland.....	167
Bogna Janik: Dochód–ryzyko w inwestycjach społecznie odpowiedzialnych na podstawie portfeli pasywnych spółek z krajów Europy Środkowo-Wschodniej / Income-risk in value-based investing in Central and Eastern European countries (CEECs) – based on the companies reflected in socially responsible indices	177
Klaudia Jarno: Zaangażowanie Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju w <i>carbon finance</i> w świetle tworzonych przez niego funduszy węglowych i mechanizmów finansowych / Involvement of the International Bank for Reconstruction and Development in carbon finance in the light of its carbon funds and financial mechanisms.....	187
Dariusz Klimek: Fundusz Muncypalny jako instrument finansowania zrównoważonego rozwoju lokalnego / Municipal Fund as the instrument the sustainable local development financing	199
Magdalena Kogut-Jaworska: Pomoc <i>de minimis</i> i jej szczególna rola w systemie pomocy publicznej w Polsce / <i>De minimis</i> aid and its particular role in the system of state aid in Poland	208
Jan Koleśnik: Współczesny bank centralny jako organizacja społecznie odpowiedzialna / Contemporary central bank as a socially responsible organization	222
Dorota Korenik: Spór o odpowiedzialność zewnętrzną współczesnego banku / The dispute on external responsibility of a contemporary bank.....	230
Jolanta Korkosz-Gębska: Rola innowacji ekologicznych w budowaniu przewagi konkurencyjnej województwa świętokrzyskiego / The impact of environmental innovations in a formation of the competitive advantage of the Świętokrzyskie Voivodeship.....	244
Katarzyna Kowalska: Kontrowersje wokół CSR w handlu detalicznym branży FMCG / Controversy over CSR in FMCG retail trade industry.....	252
Danuta Król: Istota zarządzania długiem samorządowym w procesie zrównoważonego rozwoju lokalnego / Essence of local government debt management	261
Dorota Krupa: Wspieranie inwestowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych na poziomie UE / Supporting long-term investments with the use of investment funds at the EU level	270

Iwona Lubimow-Burzyńska: Znaczenie edukacji dla wzrostu gospodarczego – przegląd badań / Importance of education for economic growth – a review of research	280
Piotr P. Malecki: Europejski model sprawozdawczości statystycznej w zakresie wydatków na ochronę środowiska i jego zastosowanie w Polsce / European statistical reporting model for environmental protection expenditure and its use in Poland	288
Katarzyna Mamcarz: Dźwignia ceny złota / Gold price leverage.....	299
Teresa Mikulska, Grażyna Michalczuk: Komunikacja w obszarze działań przy wykorzystaniu modelu LBG / Communication within the area of socially responsible activities using the LBG model	309
Katarzyna Olejniczak: Innowacyjne podejście do CSR – ujęcie Vissera / Innovative approach to the CSR – Visser approach	320
Jarosław Pawłowski: Ecorating hoteli odpowiedzią na wymagania konsumentów / Eco-rating of hotels as a response to customers' requirements ..	328
Dariusz Piotrowski: Potencjał wykorzystania sukuk w zakresie zarządzania długiem Skarbu Państwa / The potential for using sukuk in the scope of managing state treasury debt	338
Piotr Podsiadło: Finansowanie pomocy publicznej na ochronę środowiska w Unii Europejskiej – zagadnienia interpretacyjne / Granting of state aid for environmental protection in the European Union – the interpretation problems	348
Tomasz Potocki: Poziom wiedzy finansowej wśród mieszkańców terenów peryferyjnych, zagrożonych ubóstwem / The level of financial literacy among population of rural regions threatened by poverty.....	360
Wiesława Przybylska-Kapuścińska, Magdalena Szyszko: Zrównoważona polityka pieniężna? Ewolucja celów banku centralnego wobec współczesnych wyzwań / Balanced monetary policy? Modern challenges as the central bank's goals	373
Dominik Sadlakowski: Państwowe fundusze majątkowe jako element międzynarodowej strategii gospodarczej na przykładzie Chin / Sovereign Wealth Funds as part of international economic strategy on the example of China.....	383
Beata Sadowska: Strategia Państwowego Gospodarstwa Leśnego Lasy Państwowe a zrównoważony rozwój / Strategy of National Forests Holding vs. sustainable development	393
Małgorzata Solarz: Altruizm a odporność finansowa gospodarstw domowych / Altruism vs. financial resilience of households.....	402
Michał Soliwoda: Zmiany klimatu jako wyzwanie dla zarządzania ryzykiem w polskim rolnictwie / Climate change as a challenge for risk management in Polish agriculture.....	411

Joanna Stawska: Zadłużenie sektora <i>general government</i> a wzrost gospodarczy w kontekście zrównoważonych finansów publicznych / General government sector debt and economic growth in the context of sustainable public finances	426
Dawid Szutowski, Piotr Ratajczak: Emisja komunikatów o działaniach w zakresie społecznej odpowiedzialności a wartość dla akcjonariuszy / The relation between corporate social responsibility activities' announcements and shareholder value.....	436
Paulina Szyja: Kształtowanie gospodarki niskoemisyjnej na poziomie samorządu terytorialnego / Transition to a low carbon economy at the level of local government	447
Magdalena Ślebocka: Rola i znaczenie PPP w finansowaniu przedsięwzięć rewitalizacyjnych / Role and importance of PPP in revitalization projects financing	464
Jerzy Węclawski: Determinanty kształtowania bankowości relacyjnej w odniesieniu do średnich przedsiębiorstw w Polsce / Determinants of relationship banking creation in relation to medium-sized enterprises in Poland ..	473
Stanisław Wieteska: Pozostałości pestycydów w płodach rolnych w Polsce w świetle założeń zrównoważonego rozwoju rolnictwa / Pesticide residues in agricultural crops in Poland in the light of the principles of sustainable development of agriculture	482
Aneta Wszelaki: Znaczenie prawnych zabezpieczeń kredytów w tworzeniu rezerw celowych w bankach / Importance of legal collateral credits in the creation of specific provisions in banks	494
Justyna Zabawa: Rozwój i finansowanie odnawialnych źródeł energii. Przypadek gospodarki Niemiec / Development and financing of renewable energy sources. The case of German economy	503
Agnieszka Żołądkiewicz: Ocena poziomu zrównoważonego rozwoju gmin miejskich województwa warmińsko-mazurskiego / Assessment of level of sustainable development of municipalities of the Warmińsko-Mazurskie Voivodeship	513

Wstęp

Zadaniem nauki jest poszukiwanie racjonalnych rozwiązań dla cywilizacyjnych wyzwań współczesnego świata. Jednym z takich kluczowych wyzwań jest także rozwój zrównoważony. Idea zrównoważonego rozwoju jest niezwykle obiecująca, ale z całą pewnością wymaga ogromnego zaangażowania ekonomistów. Nauki ekonomiczne, a w tym dyscyplina nauki „finanse”, podejmują to wyzwanie. Wiele badań, spotkań, konferencji i publikacji służy naukowej analizie oraz praktycznej implementacji zasad zrównoważonego rozwoju we współczesnej gospodarce w zakresie finansów i rachunkowości.

Proces naukowego opracowywania problemu trwa, a społeczna ewolucja biznesu dostarcza ambitnych tematów badawczych. Po latach pracy możemy wskazać zarówno na konkretne sukcesy, jak też i na wiele wątpliwości w zakresie koncepcji zrównoważonych finansów. Materialnym dowodem naukowego wkładu w poszerzanie wiedzy są publikacje. Znaczna część aktualnego dorobku naukowej dyscypliny „finanse” dotycząca zrównoważonego rozwoju jest już od lat regularnie prezentowana w Pracach Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Kontynuujemy ten cykl opracowań.

W niniejszym tomie zebraliśmy wyselekcjonowane artykuły autorów z wielu uznanych ośrodków naukowych w Polsce. Ich tematyka skoncentrowana jest na zagadnieniach finansów i zrównoważonego rozwoju. Przedstawiono w nich doskonale rozważania teoretyczne oraz konkretne przykłady z praktyki gospodarczej. Każdy artykuł stanowi inspirujący materiał naukowy.

Szczególne podziękowania należą się nie tylko Autorom, ale także Recenzentom, którzy podjęli trud oceny nadesłanych materiałów. Jako redaktorzy tomu wraz z Autorami i Recenzentami mamy nadzieję, że poprzez publikację naszego wspólnego dzieła wnosimy istotny wkład w naukowe opracowanie problematyki finansowania zrównoważonego rozwoju.

Leszek Dziawgo, Leszek Patrzalek

Wiesława Przybylska-Kapuścińska

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
e-mail: w.kapuscinska@ue.poznan.pl

Magdalena Szyszko

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu
e-mail: magdalena.szyszko@wsb.poznan.pl

ZRÓWNOWAŻONA POLITYKA PIENIĘŻNA? EWOLUCJA CELÓW BANKU CENTRALNEGO WOBEC WSPÓŁCZESNYCH WYZWAŃ

BALANCED MONETARY POLICY? MODERN CHALLENGES AS THE CENTRAL BANK'S GOALS

DOI: 10.15611/pn.2016.437.36

JEL Classification: E520, B520

Streszczenie: Kryzys finansowy przyniósł daleko idące zmiany na różnych polach polityki gospodarczej. Jednym z jego skutków było ponowne podjęcie, wydawałoby się zamkniętej, dyskusji na temat celów polityki monetarnej. W artykule dokonano przeglądu celów współczesnej polityki pieniężnej. Wobec potrzeby kształtowania oczekiwań uczestników rynku polityka ta powinna mieć jasno określone cele z przypisanymi wagami. Taką politykę zdefiniowano jako zrównoważoną. Na podstawie analizy literatury i praktyki wybranych banków centralnych w artykule przedstawiono debatę na temat zaangażowania współczesnych banków centralnych w realizację celów ogólnogospodarczych i wspieranie stabilności finansowej. Wnioski z analizy nie są jednoznaczne. Dominuje jednak pogląd o konieczności utrzymania celu w postaci stabilności cen jako celu nadrzędnego, realizacji celów ogólnogospodarczych w ramach strategii elastycznej celu inflacyjnego oraz wspierania, w razie konieczności, stabilności finansowej instrumentami polityki monetarnej.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, bank centralny, stabilność finansowa, cel inflacyjny.

Summary: Financial crisis enforced economic policy changes. As one of its results, monetary policy goals have been discussed once again after not doing it since the nineties of 20th century. The analysis of modern monetary policy mandates is the main goal of this paper. As the central bank has to stabilise inflation expectations of market participants, monetary policy should have an unambiguous goal. If there is more than one goal, their weights should be announced. The discussion on the modern central banks' mandates is presented in the paper. It covers flexible inflation targeting implementation and financial stability as the central bank mandate. The literature analysis does not give unambiguous conclusions. The predominating

solution is that nowadays monetary policy should be continued. It means that inflation persists as the main target, but the central bank implements flexible inflation targeting and, if it is necessary, it supports financial stability with monetary policy tools.

Keywords: monetary policy, central bank, financial stability, inflation target.

1. Wstęp

Debata wokół celów finalnych banku centralnego była istotnym wątkiem dysputy ekonomicznej przez dziesięciolecie. Lata 90. XX w. przyniosły konsensus w postaci nowej syntezy neoklasycznej (*New Neoclassical Synthesis*, NSN). Dominacja tej szkoły oznaczała powszechną akceptację dla realizacji przez banki centralne celu pieniężnego. Najczęściej cel ten formułowano jako stabilny poziom cen¹. Kolejne banki centralne porzucały strategie polityki pieniężnej oparte na celu pośrednim na rzecz strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (*inflation targeting*, BCI), gdyż strategia ta okazywała się dostarczać dobrych ram realizacji celu pieniężnego w warunkach gospodarowania opisanych przez NSN.

Wybuch kryzysu finansowego na rynku amerykańskim w 2007 r. i jego globalne konsekwencje przyniosły jednak intensyfikację dyskusji na temat prawidłowości opisu rzeczywistości gospodarczej przez NSN i celów polityki monetarnej. Celem niniejszego artykułu jest przegląd systemu celów współczesnych banków centralnych. Idea koncentracji na celu inflacyjnym osłabiona została przez kilka czynników: wyraźne zaakcentowanie przez banki centralne realizacji strategii BCI w wersji elastycznej, obarczenie banków centralnych *explicite* odpowiedzialnością za stabilność finansową, a nawet nadzór makroostrożnościowy, funkcjonowanie w warunkach stóp procentowych bliskich zero czy przesunięcie instrumentarium w kierunku innych niż stopa procentowa sposobów oddziaływania na gospodarkę (poluzowanie ilościowe). W takich warunkach banki centralne mogą utracić jednoznaczne antyinflacyjne nastawienie, a w konsekwencji wiarygodność i możliwość stabilizacji oczekiwań inflacyjnych.

Współczesne wyzwania gospodarcze wymusiły wznowienie dyskusji o celach banku centralnego. Dyskusja ta wydawała się zamknięta w latach 90. XX w. Analiza systemu celów banków centralnych wpisuje się w kontekst prowadzenia zrównoważonej polityki pieniężnej. Zrównoważona polityka pieniężna będzie rozumiana jako polityka o spójnym i ogłoszonym systemie celów. Wewnętrzna spójność systemu celów oznacza określenie niesprzecznych celów i przypisanie im wag, przynajmniej

¹ W tekście pojęcie cel pieniężny, cel inflacyjny czy cel w postaci stabilnego poziomu cen wykorzystywane są zamiennie, chociaż nie są tożsame. W dyspucie ekonomicznej mówi się o celu inflacyjnym, w aktach prawnych cel banku centralnego opisany jest w terminach stabilności cen. Numerycznie wskazany przez banki centralne poziom celu to natomiast poziom relatywnie niskiej inflacji. Stabilny poziom cen oznaczałby brak zmian ogólnego poziomu cen – inflację na poziomie zero.

jakościowo. Ogłoszenie celów związane jest z koniecznością stabilizacji oczekiwań inflacyjnych przez bank centralny, które uznane są współcześnie za główny kanał transmisji monetarnej [Woodford 2003; Goodfriend, King 1997; Galí 2008]. Tekst ma charakter przeglądu, a główną metodą badawczą będzie analiza piśmiennictwa i praktyki wybranych banków centralnych. Artykuł eksponuje dwa zasadnicze wątki: przegląd przedkryzysowych rozwiązań dotyczących celów polityki monetarnej oraz dyskusję nad mandatem banku centralnego wobec zmian w nauce o finansach, w ekonomii i w praktyce decydentów polityki gospodarczej.

2. Ku konsensusowi w zakresie celów polityki pieniężnej

Debata o celach banku centralnego towarzyszy zmieniającej się roli tej instytucji w gospodarce. Początki bankowości centralnej wywodzą się od finansowania potrzeb rządzących przez podmioty bankowe, wówczas prywatne. Wykształciła się w ten sposób funkcja banku centralnego jako banku państwa – w instytucji obsługującej dług publiczny i finansujących ważne z punktu widzenia państwa przedsięwzięcia [Morawski 2012]. Formalne ustanowienie banku centralnego oznaczało przyznanie mu przywileju emisyjnego. Jednocześnie od XIX w. w ramach spójnych szkół makroekonomicznych rozwijała się teoria opisująca związki przyczynowo-skutkowe w gospodarce. W XX w. rozpoczyna się dyskusja na temat tego, co bank centralny może osiągnąć, korzystając z dostępnego mu zestawu instrumentów. Pierwotnie główne cele polityki pieniężnej były tożsame z celami ogólnogospodarczymi, wyrażonymi zmianą takich wskaźników, jak wielkość produkcji (produktu krajowego brutto) lub zatrudnienia. Wskaźniki te uważane były za najlepsze wyznaczniki dobrobytu społeczeństwa, a zatem najlepiej nadawały się na cel polityki gospodarczej państwa, w tym polityki pieniężnej [Kokoszyczyński 1998]. Ukoronowaniem aktywnej polityki pieniężnej była krzywa Phillipsa [1958]. Wprowadzenie do analizy oczekiwań podmiotów ekonomicznych zdezaktualizowało tezę o możliwości prowadzenia polityki pieniężnej, w ramach dostępnych bankowi centralnemu instrumentów, nakierowanej wymiennie na wspieranie wzrostu i dbałość o stabilny poziom cen. Na gruncie hipotezy adaptacyjnych oczekiwań możliwość taką zakwestionowali monetaryści [Cagan 1956]. Nowa szkoła klasyczna i uwzględnienie w analizie racjonalnych oczekiwań przyniosły tezę o nieefektywności polityki pieniężnej [Sargent, Wallace 1975]. Modele neokeynesowskie czy wreszcie modele NSN potwierdziły brak długookresowej możliwości sterowania zmiennymi realnymi z wykorzystaniem instrumentarium banku centralnego. Dopuszczając krótkoterminowy wpływ na zmienne realne, gdyż podmioty gospodarcze wybierają dostosowanie ilościowe (zmiany w produkcji i zatrudnieniu) jako mniej ryzykowne i kosztowne niż zmiany ilości (cen i płac). Są to tzw. sztywności w gospodarce.

Mimo możliwości krótkookresowego wpływu banku centralnego na sferę realną, za główny i jedyny cel tej polityki uznano kontrolę inflacji. Koszty sterowania wzrostem za pomocą instrumentów polityki pieniężnej okazywały się bowiem re-

latywnie wysokie. Obok akceptacji dla pionowego kształtu krzywej Phillipsa, za przyjęciem celu inflacyjnego przemówiło uznanie istnienia długich i zmiennych opóźnień w polityce pieniężnej (*time lags*), problem tzw. niespójności czasowej polityki pieniężnej (*time inconsistency problem*), uznanie, że stabilność cen zwiększa efektywność funkcjonowania systemów gospodarczych, a przez to przyczynia się do wzrostu dobrobytu [Mishkin, Posen 1997].

Ewolucja poglądów i praktyk w zakresie definiowania celów finalnych banku centralnego polegająca na wysuwaniu na plan pierwszy stabilności cen przy nadawaniu wspieraniu długookresowego wzrostu gospodarczego charakteru warunkowego przyniosła międzynarodową uniformizację celów, procedur i narzędzi polityki pieniężnej. Takie ujednoczenie sprzyja procesowi formułowania oczekiwań przez graczy rynkowych, czyniąc go krótszym i bardziej spójnym [Kowalski 2001].

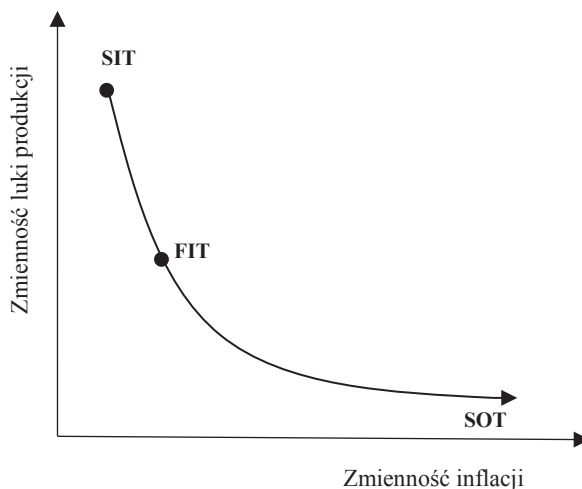
System celów banku centralnego opierał się na priorytetyzacji oraz na przyjęciu celu warunkowego w postaci celu ogólnogospodarczego. Bank centralny nie zajmował się stabilnością finansową, a przynajmniej nie deklarował tego, bo zgodnie z dominującym przekonaniem, to zapewnienie niskiej i stabilnej inflacji gwarantować miało stabilność systemu finansowego [Kiedrowska, Marszałek 2003]. Postawę banku centralnego wobec baniek spekulacyjnych wyrażał tzw. konsensus z Jackson Hole: pasywna postawa przejawiająca się nieprzekłuwaniem banki spekulacyjnej i ewentualne wsparcie rynku płynnością w razie załamania. Już w latach 90. XX w. zaczęły pojawiać się postulaty uwzględnienia przez władze monetarne również procesów zachodzących na rynkach kapitałowych [Wojtyna 2000]. Pozostawały one jednak w obszarze dysputy akademickiej.

3. Nowy paradygmat – nowe cele?

Kryzys finansowy przyniósł nie tylko dyskusję na temat paradygmatu w nauce finansów, ale także nowe regulacje, które przełożyły się na cele banków centralnych. Do tego podmioty te włączyły się we wspieranie gospodarek, obniżając stopy procentowe do poziomów bliskich nominalnej granicy, uruchamiając programy nadzwyczajnego zasilania rynków w płynność czy wspierając kraje zagrożone bankrutem.

Zasadniczo banki centralne nie zadeklarowały ani odejścia od strategii BCI, ani zmian w systemie celów. Coraz wyraźniej podkreślają jednak stosowanie strategii BCI w wersji elastycznej. Podejście elastyczne (*flexible inflation targeting*, FIT) w literaturze opisał Svensson [2002] (rys. 1). Współcześnie większość banków centralnych informuje, że właśnie w taki sposób realizuje politykę pieniężną. Czynią tak dwa istotne na arenie międzynarodowej banki – System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych [Yellen 2014] i Europejski Bank Centralny [Constâncio 2015]. Europejski Bank Centralny dostrzega przy czym rozbieżności między standardową wersją strategii celu inflacyjnego a własną wersją strategii, przede wszystkim na poziomie informacji ujmowanej w analizie (tzw. drugi filar – analiza monetarna).

Podobne stanowisko co do sposobu prowadzenia polityki pieniężnej po kryzysie zajmują naukowcy [Mishkin 2010, Svensson 2009, Woodford 2014].



SIT – *strict inflation targeting* – sztywna strategia celu inflacyjnego; FIT – *flexible inflation targeting* – elastyczna strategia celu inflacyjnego; SOT – *strict output targeting* – celowanie w poziom luki popytowej

Rys. 1. Wymienność między zmiennością celów polityki pieniężnej

Źródło: [Svensson 2002].

Realizacja polityki pieniężnej w ramach elastycznej strategii BCI nie jest rozwiązaniem pokryzysowym. Taką wersję polityki już w latach 90. ubiegłego wieku forsowali naukowcy i praktycy [Svensson 2002]. Konieczność uwzględnienia drugiego celu – poza celem inflacyjnym – wynikała ze sposobu prezentowania zależności przyczynowo-skutkowych przez NSN. Trzy podstawowe równania mechanizmu: równanie inflacji (nowokeynesowska krzywa Phillipsa), krzywa popytu zagregowanego i funkcja strat banku centralnego albo reguła Taylora wskazują na znaczenie oczekiwań w polityce monetarnej, ale również na konieczność uwzględnienia komponentu popytowego. Optymalna reguła polityki wyprowadzona z funkcji strat, która uwzględnia zarówno odchylenia inflacji od cel, jak i lukę popytową, wymusza obserwowanie, a nawet kreowanie przez bank centralny sytuacji w sferze realnej. Dążenie do realizacji celu inflacyjnego w średnim terminie może oznaczać konieczność wpływania na popyt zagregowany, a tym samym na lukę popytową [Constâncio 2015].

Dlaczego dyskusja o celach banków centralnych nabrała siły po wybuchu kryzysu? Banki centralne stanęły wobec nowych okoliczności ekonomicznych. Podejmowały działania zmierzające jednoznacznie do wsparcia sfery realnej. Działały w wa-

runkach, gdy ich własne stopy procentowe osiągnęły albo niemal osiągnęły poziom zera. Cele ogólnogospodarcze zajęły eksponowane miejsce w polityce monetarnej, potęgując jednocześnie dyskusję na temat działań banku centralnego.

Kryzys obnażył także słabość nadzoru nad rynkiem finansowym. Dla banków centralnych oznaczało to konieczność zaangażowania się w bardziej aktywny sposób we wspieranie stabilności finansowej. Po pierwsze, te z podmiotów, które dotychczas nie deklarowały oficjalnie wspierania stabilności finansowej, zaczęły to robić. W niektórych przypadkach wpisano wspieranie stabilności w akty prawne. W okresie kryzysu finansowego mandaty w tym zakresie rozszerzono w przypadku Narodowego Banku Polskiego, Banku Anglii, Banku Irlandii i Systemu Rezerwy Federalnej USA. Bank Norwegii z początkiem 2013 r. rozszerzył treść publikowanych *Monetary Policy Reports* o część dotyczącą stabilności finansowej. Dokument nosi nową nazwę: *Monetary Policy Report with Financial Stability Assessment*. Jednak, ze względu na opisane poniżej przyczyny, żaden z banków centralnych należących do Europejskiego Systemu Banków Centralnych nie opisuje mandatu w zakresie stabilności konkretnie. W aktach prawnych pojawiają się takie sformułowania, jak bank powinien przyczyniać się do stabilności systemu finansowego, bank powinien dążyć do stabilności finansowej itp. [Dudkiewicz 2016]. Po drugie, banki centrale uznane zostały za podmioty, których obecność jest pożądana w nadzorze makroostrożnościowym. Na stanowisku tym stanęli badacze i praktycy, ale przede wszystkim wsparł je Międzynarodowy Fundusz Walutowy [IMF 2011, 2013; Viñals 2011, Nier i in. 2011] i Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego [ERRS 2011].

Znaczenie stabilności finansowej jako celu dodatkowego banku centralnego wzrosło nie po raz pierwszy w historii. Sytuacja ta każe jednak postawić pytanie o możliwy konflikt celów i realizację reguły Tinbergena. Poczynić tu można kilka uwag. Po pierwsze, stabilność finansowa, nawet jeśli uznawana jest w oficjalnych dokumentach za cel banku centralnego, postrzegana jest jako cel drugorzędny. Jak stwierdzono powyżej, formalne odniesienie do niego ma mniej bezpośredni wymiar niż określenie celu nadrzędnego. Po drugie, wskazać można trudności operacyjne związane z realizacją celu w postaci stabilności: brak jednoznacznej definicji i powszechnie uznanej metody pomiaru, brak instrumentów sterowania ryzykiem systemowym. Do tego badania naukowe w tym zakresie nie są tak rozwinięte, jak w kwestii stabilności cen. Po trzecie, cel w postaci stabilności finansowej może pozostać w konflikcie z celem w postaci stabilności cen, przynajmniej w krótkim okresie. Przykładem takiego konfliktu jest sytuacja, jaka miała miejsce przed ostatnim kryzysem: boom kredytowy w warunkach niskiej inflacji. Tymczasem bank centralny dysponuje w zasadzie jednym podstawowym instrumentem – stopą procentową, która nie działa selektywnie. Instrumenty wspierające stabilność finansową mają inny charakter, stanowią je normy ostrożnościowe studzące entuzjazm inwestorów. Co więcej, wykorzystanie tych instrumentów często nie leży w gestii banku centralnego. Po czwarte, cele w postaci stabilności cen i stabilności finansowej mają innych horyzont czasowy. Stabilność cen bank centralny zrealizować ma w średnim hory-

zonicie w związku z istnieniem w transmisji monetarnej. Działania wspierające stabilność finansową obejmować mogą krótki, średni i długi horyzont. Po piąte, bank centralny nie może samodzielnie zapewnić stabilności finansowej. Nie jest to w ogóle możliwe poprzez działanie jednej instytucji publicznej, nawet jeśli miałby nią być bank centralny o szerokim zakresie uprawnień. Bank centralny nie ma bowiem przełożenia na wszystkie czynniki wpływające na stabilność finansową: stabilność makroekonomiczną, monetarną, stabilność rynków finansowych, równowagę finansów publicznych i prywatnych oraz równowagę przepływów finansowych z zagranicą [Smaga 2014]. Po szóste, bank centralny jako podmiot współodpowiedzialny za wsparcie stabilności finansowej, a szerzej – politykę makroostrożnościową, działa w sieci bezpieczeństwa finansowego, odgrywając w niej kluczową rolę. Wynika to z tego, że bank centralny jako pierwsza z instytucji sieci bezpieczeństwa może wykryć zaburzenia płynności i zareagować na nie, gdyż w układzie dziennym dokonuje analizy transakcji i zleceń dokonywanych przez instytucje finansowe. Dodatkowo bank centralny żywotnie zainteresowany jest kondycją sektora bankowego ze względu na jego znaczenie w mechanizmie transmisji, a tym samym możliwość realizacji podstawowego mandatu [Smaga 2014]. Po siódme, wspieranie stabilności finansowej analizować można przez pryzmat modeli zaangażowania banków centralnych w tę funkcję. Modele przedkryzysowe oparte były na konsensusie z Jackson Hole, zakładającym pasywną rolę banków centralnych w przeciwdziałaniu kryzysom. Ewentualnie banki centralne uczestniczyć mogły w zarządzaniu kryzysem i wspieraniu poszczególnych banków (drugi model) czy nawet sprawować nadzór nad bankami albo bankami i innymi instytucjami rynku finansowego (trzeci model) [Healey 2007]. W pokryzysowej rzeczywistości gospodarczej rolę banków centralnych rozszerzono do udziału w systemowo skonstruowanym nadzorze makroostrożnościowy, przy czym ostateczny kształt nadzoru nie jest jeszcze znany.

Wśród wątpliwości związanych z rozszerzeniem mandatu banku centralnego wymienić można również to, że nie można dokonać pełnej oceny skutków tej zmiany. Wskazać można jednak zagrożenie związane z utratą jednoznacznej komunikacji nakierowanej na cel inflacyjny. W ramach NSN nie ma przesłanek do odejścia od polityki nakierowanej na stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych. Dla podmiotów gospodarczych, których oczekiwania nie kształtują się przecież zgodnie z hipotezą oczekiwań racjonalnych, nowa sytuacja oznacza „umiejscowienie” stabilności w systemie celów banku centralnego z odpowiednią wagą. Można zaryzykować stwierdzenie, że nawet banki centralnie nie wiedzą jeszcze, jakie jest to miejsce. Do tego sposób realizacji polityki makroostrożnościowej może nie być powszechny i ujednolicony w różnych bankach centralnych.

Literatura wskazuje dwa rozwiązania dotyczące zbudowania relacji między polityką pieniężną a nakierowaną na stabilność finansową polityką makroostrożnościową. Pierwsze polega na rozwińnięciu mandatu banku centralnego o stabilność finansową w bardzo szerokim zakresie. Bank centralny powinien uwzględniać ceny aktywów i nierównowagę w bilansach przedsiębiorstw oraz gospodarstw domo-

wych. Polityka pieniężna miałaby być bardziej wygładzona w cyklu koniunkturalnym. Nawet w okresach niskiej inflacji konieczne mogłoby okazać się prowadzenie restrykcyjnej polityki pieniężnej, by wyhamować tempo wzrostu kredytu w gospodarce i nasilenie nierównowagi w bilansach podmiotów prywatnych [Szpunar, Koziński 20012; White 2006]. Realizacja tej koncepcji wymuszałaby inne spojrzenie na mechanizm transmisji monetarnej. Standardowe ramy NSN pomijają kanał cen aktywów, podaż kredytów czy kwestie ryzyka. W strategii BCI banki centralne w zasadzie minimalizują tzw. analizę monetarną².

Nieco bardziej prawdopodobne wydaje się jednak utrzymanie dotychczasowego kursu polityki ze stabilnością cen w roli mandatu podstawowego, którego realizację zapewnić ma reżim elastycznej strategii celu inflacyjnego [Mishkin 2010]. Stabilność finansowa będzie ograniczeniem dla realizacji mandatu banku centralnego, wpływającym – w skrajnych sytuacjach krytycznie – na mechanizm transmisji monetarnej [Szpunar, Koziński 2012]. Wpływ kryzysu z 2007 r. na mechanizm transmisji określano właśnie jako niszczący [Svensson 2009, Issing 2009]. W przypadku skrajnie silnego narastania nierównowagi w systemie finansowym i w gospodarce, narzędzi polityki pieniężnej działającej w ramach BCI będzie można jednak użyć w celu ograniczenia nierównowagi.

4. Zakończenie

Cele banków centralnych zmieniały się w czasie. Cele najstarsze historycznie stały się zadaniami (funkcjami), które ułatwiały wypełnianie celów nadrzędnych. Banki centralne przez kilka dziesięcioleci współrealizowały cele ogólnogospodarcze. Rozwój teorii ekonomii oraz negatywne doświadczenia związane z wielością celów (wysokie stopy inflacji) doprowadziły do wykształcenia spójnego i jednoznacznego w komunikacji systemu celów z celem pieniężnym jako priorytetem. Kryzys pierwszego dziesięciolecia XX w. przyniósł jednak konieczność jednoznacznego zadeklarowania, że bank centralny dalej w pewnym zakresie wspiera cele ogólnogospodarcze. Nadto w system celów wmontowano *explicite* stabilność finansową. Analiza najnowszych badań oraz praktyka banków centralnych dowodzą jednak, że stabilność finansowa będzie funkcjonowała w systemie celów banku centralnego na poziomie zadania raczej, a nie celu podstawowego.

Stabilność cen nie wystarczy do zapewnienia stabilności finansowej. Przyznanie, że stabilności finansowej nie osiągnie się niejako przy okazji realizacji celów makroekonomicznych i zadań na płaszczyźnie mikroekonomicznej, było znaczącą zmianą jakościową ostatnich lat. Bank centralny współodpowiedzialny za politykę makroostrożnościową będzie wypracowywał wraz z innymi instytucjami optymal-

² Gdyż wpływu podaży pieniądza czy kredytu na gospodarkę nie uwzględniają bezpośrednio modele prognostyczne, które oparte są na NSN. Czynniki te analizowane są co najwyżej jakościowo – omawiane na posiedzeniach komitetu monetarnego.

ny zestaw instrumentów i procedur umożliwiający realizację podstawowego mandatu i wspieranie stabilności. Polityka pieniężna i makroostrożnościowa mogą się wzmacniać, a dobra konstrukcja nadzoru makroostrożnościowego ma efekt ten wykorzystać.

Dodatkowym wyzwaniem pozostanie komunikacja banku centralnego z rynkami i wiarygodność banku centralnego funkcjonującego w zmienionych ramach, które zaburzają przejrzystość. Wystarczy zauważyć, że przed kryzysem temat wielu celów i instrumentów banku centralnego nie był podejmowany [Yellen 2014]. Dotychczasowa dyskusja na temat celów banków centralnych nie zakwestionowała w zasadzie konieczności stabilizowania oczekiwań podmiotów gospodarczych. W momencie gdy dochodzi do rewizji sposobu działania decydenta polityki pieniężnej, kwestia oczekiwań nabiera szczególnego wymiaru. Dyskusja na temat celów i priorytetów banku centralnego nie jest zamknięta. Łatwiej – z punktu widzenia komunikacji i operacyjnej płaszczyzny działań – odnieść się do realizacji strategii elastycznej z relatywnie wysoką, ale ciągle niższą niż luki inflacyjnej, wagą komponentu popytowego. Nieco trudniej umiejscowić w systemie celów stabilność finansową.

Podsumowaniem rozważań niech będzie stanowisko autorek, zgodnie z którym polityka pieniężna prowadzona w wersji elastycznej strategii BCI z wmontowanym zadaniem w formie wspierania stabilności finansowej ma szansę ukonstytuować zrównoważone ramy w rozumieniu opisanym we wstępie niniejszego tekstu. Wiele zależy jednak od faktycznych reakcji banków centralnych, które te podejmą.

Literatura

- Cagan P., 1956, *The Monetary Dynamics of Hyper-Inflation*, w: *Studies in the Quantity of Money*, red. Friedman M., University of Chicago Press, Chicago.
- Constâncio V., 2015, *Monetary Policy Challenges in the Euro Area*, Speech at the Annual Conference of the Marshall Society, on *The Power of Policy: Solving Problems and Shaping the Future*, Cambridge, 31 January.
- Dudkiewicz B., 2016, *Stabilność systemu finansowego w świetle działań Europejskiego Banku Centralnego i instytucji nadzoru finansowego w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa, w przygotowaniu.
- ERRS, 2011, *Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z 22 grudnia 2011 r. w sprawie mandatu makroostrożnościowego organów krajowych*, ERRS/03.
- Galí J., 2008, *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle, An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press, Princeton.
- Goodfriend M., King R.G., 1997, *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*, [w:] *National Bureau of Economic Research Annual*, red. Bernanke B., Rotenberg J., vol. 12, MIT Press.
- Healey J., 2007, *Financial Stability and the Central Bank: International Evidence*, [w:] *Financial Stability and the Central Bank: Global Perspective*, red. Brealey R., Routledge, New York, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150131_1.en.html (1.02.2016).
- IMF, 2011, *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf> (1.02.2016).

- IMF, 2013, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf> (1.02.2016).
- Issing O., 2009, *Assets Prices and Monetary Policy*, *Cato Journal*, vol. 29, no. 1, s. 40-47.
- Kiedrowska M., Marszałek P., 2003, *Bank centralny i stabilność finansowa*, *Bank i Kredyt*, vol. 34, nr 6, s. 4-19.
- Kokoszczczyński R., 1998, *Strategie polityki pieniężnej – kryteria i sposoby wyboru*, *Bank i Kredyt*, vol. 29, nr 6, s. 4-9.
- Kowalski T., 2010, *Proces formułowania oczekiwań a teoria cyklu wyborczego. Implikacje dla polityki gospodarczej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Mishkin F.S., 2011, *Monetary Policy Strategy. Lessons from the Crisis*, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, Working Paper no. 16775, Cambridge MA, s. 1-63.
- Mishkin F., Posen A., 1997, *Inflation targeting: lesson from four countries*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, s. 11-20.
- Nier E.W., Osiński J., Jácome L.I., Madrid P., 2011, *Institutional Models for Macroprudential Policy*, IMF Staff Discussion Note 11/18 and Working Paper 11/250, International Monetary Fund.
- Phillips A.W., 1958, *The Relationship between Unemployment and the Rate of Change in Money Wage Rates in in the United Kingdom 1861-1957*, *Economica*, vol. 2005, no. 100, s. 283-299.
- Sargent T.J., Wallace N., 1975, *'Rational' Expectations, the Optimal Monetary Policy, and the Optimal Money Supply Rule*, *Journal of Political Economy*, vol. 33, no. 2, s. 241-254.
- Smaga P., 2014, *Rola banku centralnego w zapewnieniu stabilności finansowej*, CeDeWu, Warszawa.
- Svensson L.E.O., 2002, *Monetary Policy and Real Stabilization*, w: *Rethinking Stabilization Policy*, Symposium Proceedings, The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, s. 270.
- Svensson L.E.O., 2009, *Flexible Inflation Targeting: Lessons from Financial Crisis, speech at the workshop Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis*, organized by the Netherlands Bank, Amsterdam, 21 September, <http://www.bis.org/review/r090923d.pdf> (1.02.2016).
- Szpunar P., Koziński W., 2012, *Czy stabilność finansowa wystarcza?*, [w:] Alińska A. (red.), *Eseje o stabilności finansowej*, CeDeWu, Warszawa.
- Viñals J., 2011, *The Do's and Don'ts of Macroprudential Policy*, speech at the European Commission and ECB Conference on Financial Integration and Stability, Brussels, May 2, <https://www.imf.org/external/np/speeches/2011/050211.htm> (1.02.2016).
- Morawski W., 2012, *Bankowość centralna – kilka uwag historyka*, [w:] Alińska A. (red.), *Eseje o stabilności finansowej*, CeDeWu, Warszawa.
- White W.R., 2006, *Czy stabilność cen wystarcza*, *Materiały i Studia NBP*, z. 211, NBP, Warszawa.
- Wojtyna A., 2000, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, *Bank i Kredyt*, vol. 32, nr 7-8, s. 130.
- Woodford M., 2003, *Interest and Prices. Foundations of Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.
- Yellen J.L. 2014, *Monetary Policy and Financial Stability*, Board of Governors of the Federal Reserve System, July.