

Robert Huterski

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

DWUFILAROWA STRATEGIA BANKU CENTRALNEGO – PROBLEMY KONCEPCJI I INSTRUMENTÓW

Streszczenie: Dwufilarowa strategia banku centralnego według De Grauwego i Grosa [2009] znalazła silny oddźwięk w literaturze ekonomicznej, a jest również widoczna w założeniach polskiej polityki pieniężnej na 2011 r. O ile argumentacja na rzecz uwzględnienia w działalności banku centralnego oprócz celu stabilności cen także celu stabilności finansowej wydaje się przekonująca, o tyle zalecane bankowi instrumenty, zwłaszcza rezerwa obowiązkowa, rozbudzą liczne uwagi. W przypadku Polski, wdrażając strategię dwufilarową, należy szczególnie mieć na względzie tendencję sektora bankowego do nadpłynności, niezdyscyplinowaną politykę fiskalną, ograniczenia makroostrożnościowej skuteczności NBP pozbawionego nadzoru nad bankami oraz problemy kursu walutowego, zwłaszcza w kontekście przyjmowania wspólnej waluty, co może uczynić strategię NBP wręcz trójfilarową.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, stabilność finansowa, stabilność cen.

1. Wstęp

Niniejszy artykuł ma na celu ocenę założeń nowej dwufilarowej strategii dla Europejskiego Banku Centralnego (EBC), przedstawionej przez De Grauwego i Grosa w ich artykule z 2009 r. Artykuł ten wywarł istotny wpływ na europejską i światową literaturę przedmiotu. Pomimo że De Grauwe i Gros w tytule artykułu nawiązują do EBC, to główne poruszone w nim zagadnienia mają uniwersalny charakter i mogą być odniesione do działalności każdego banku centralnego. Znaczenie banków w porównaniu z innymi kategoriami instytucji systemu finansowego i przyjęcie pozycji banku centralnego za punkt odniesienia powoduje, że stabilność finansowa jest w tych rozważaniach traktowana jako zależna przede wszystkim od stabilności systemu bankowego i często z nią utożsamiana.

Obecny kryzys finansowy, kojarzony z załamaniem rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych od 2007 r. i upadkiem banku Lehman Brothers w sierpniu 2008 r., stał się okazją do krytycznych analiz wielu aspektów funkcjonowania nie tylko amerykańskiego, ale i światowego systemu finansowego. Istotne miejsce w tych analizach zajmują kwestie polityki pieniężnej banków centralnych w

kontekście stabilności systemu finansowego. Przekłada się to na podstawowe pytanie, czy banki centralne powinny koncentrować działalność na celu stabilności cen lub innym klasycznym celu polityki pieniężnej, czy też powinny dążyć do włączenia celu stabilności finansowej w podstawy swojej działalności, nie zamiast czy obok i okazjonalnie, ale łącznie z dotychczasowym celem i na stałe.

Zmiany instytucjonalne w systemach finansowych Europy (tworzenie European Systemic Risk Board – ESRB i trzech instytucji nadzorczych) i Stanów Zjednoczonych (powołanie Financial Stability Oversight Council – FSOC w ramach „Wall Street Reform”), a także próby rozwiązań globalnych (Financial Stability Board – FSB z udziałem państw G20, Hiszpanii i Komisji Europejskiej) nie oznaczają, że na powyższe pytanie zostały udzielone odpowiedzi. We wszystkich trzech przypadkach stworzono kolegialne organy, w których banki centralne odgrywają istotną rolę. Jednakże w składzie tych organów są również reprezentanci innych instytucji, co sugeruje, że zarówno ESRB, FSOC, jak i FSB mają służyć głównie koordynacji działań różnych władz finansowych w sytuacji zagrożenia stabilności finansowej. Nie zmienia to automatycznie istoty działalności EBC i Systemu Rezerwy Federalnej w zakresie celów i instrumentów, choć wskazuje na docenienie przez władze europejskie i amerykańskie znaczenia stabilności systemu finansowego.

Powyższe uwagi można odnieść także do polskich rozwiązań, gdyż stworzenie Komitetu Stabilności Finansowej w 2008 r. nie spowodowało zmiany ustawowego sformułowania podstawowego celu działalności Narodowego Banku Polskiego. Nadal celem tym jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP. Dodano jedynie do listy uzupełniających zadań NBP działanie na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego – jako siódme w kolejności. Tym bardziej powołanie komitetu nie wpłynęło na zmianę konstytucyjnego ujęcia celu działalności NBP, którym jest odpowiedzialność za wartość polskiego pieniądza. W rezultacie dalsze rozważania w znacznej części odnoszą się również do bankowości centralnej i systemu finansowego w Polsce.

2. Istota dwufilarowej strategii banku centralnego

Według De Grauwego i Grosa [2009 s. 1], podstawowym powodem konieczności weryfikacji dotychczasowych fundamentalnych założeń działalności banków centralnych, z EBC włącznie, jest dowiedziony przebiegiem bieżącego kryzysu finansowego brak skuteczności stabilizacji cen za pomocą polityki pieniężnej w zapewnieniu stabilności finansowej. Podział zadań między mający stabilizować ceny bank centralny i mające stabilizować system finansowy odrębne instytucje regulacyjno-nadzorcze się nie sprawdził.

Dyskutowane zagadnienie nie jest jednak sprowadzane do kwestii instytucjonalnego umiejscowienia regulatora systemu bankowego i nadzoru nad nim, ale dotyczy zmiany w całej hierarchii celów działalności banku centralnego. Odwołując się do

praktyki polskiej sprzed 1 stycznia 2008 r., bank centralny może być zaangażowany jako regulator i nadzorca systemu bankowego (Komisja Nadzoru Bankowego w ramach NBP) przy równoczesnej koncentracji działalności na polityce pieniężnej ze strategicznym celem stabilności cen.

De Grauwe i Gros [2009, s. 1] podkreślają, że jeżeli można stwierdzić występowanie sytuacji wymagających dokonywania przez bank centralny wyboru między stabilnością cen a stabilnością finansową, szukania kompromisów między stabilnością cen i stabilnością finansową (*trade-offs*), to bank centralny musi w swej działalności uwzględnić obydwa te elementy i to we właściwych proporcjach. Nie jest to więc sugestia zastąpienia jednego celu drugim, ale umiejętnego ich połączenia, z dopuszczeniem dynamicznej zmiany wag im przypisywanych, by osiągnąć najlepszą kombinację rezultatów co do poziomu i trwałości.

Warto zauważyć, że wymienieni autorzy nie używają w powoływanej pracy określenia typu „dwoistość celu polityki pieniężnej banku centralnego” czy też „polityka pieniężna o dwóch celach strategicznych”. Konsekwentnie posługują się sformułowaniem „dwufilarowa strategia banku centralnego”. Powodem może być obszerność zagadnienia stabilności finansowej, co zostanie omówione w dalszej części artykułu, o treści niedającej się w całości zamknąć w ramach klasycznie ujmowanej i realizowanej polityki pieniężnej banku centralnego, niezależnie od tego, jakiego kraju system finansowy byłby rozpatrywany. Proponowane przez De Grauwego i Grosa [2009, s. 5] instrumentarium osiągania stabilności jest obecnie stosowane w ramach polityki pieniężnej banków centralnych, choć w zróżnicowanym zakresie.

3. Podstawowe cechy celu stabilności cen w polityce pieniężnej banku centralnego

Definicja stabilności cen jako utrzymywania się cen na stałym poziomie lub w założonym wąskim paśmie wahań nie budzi większych kontrowersji. Rada Prezesów EBC zdefiniowała traktatowo nałożony, lecz niesprecyzowany cel stabilności cen jako mierzony rok do roku wzrost zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) w strefie euro poniżej 2%, dodając, że dąży do utrzymywania stóp inflacji poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie [Castelnuovo i in. 2003, s. 9]. Niezależnie od swoistej elegancji takiej definicji, obecnie powracają wątpliwości, czy nie jest to jednak zbyt zawężone ujęcie głównej roli banku centralnego.

Założenie, że leksykograficznie ujęty cel polityki pieniężnej banku centralnego w postaci stabilności cen będzie automatycznie czynnikiem znacznie redukującym zagrożenie niestabilnością systemu finansowego zostało podważone przez ujawnienie się i przebieg obecnego międzynarodowego kryzysu finansowego. Pod dyskusję znów wraca saldo kosztów i korzyści ze stosowania stabilizacji cen jako bezwarunkowo dominującego celu polityki pieniężnej. Poniżej w formie tabelarycznej zestawiono ważniejsze argumenty za stosowaniem i przeciw stosowaniu stabilności cen jako celu polityki pieniężnej banku centralnego.

Zestawienie to nie wyczerpuje zagadnienia, ale wskazuje podstawowe cechy, które uczyniły stabilność cen atrakcyjnym celem polityki pieniężnej w wielu krajach, oraz te, które mogą pomóc w wyjaśnieniu, dlaczego stabilność cen nie jest jednoznaczna ze stabilnością finansową.

Tabela 1. Zalety i wady stabilności cen jako celu polityki pieniężnej banku centralnego

Zalety celu stabilności cen	Wady celu stabilności cen
<ul style="list-style-type: none"> – jednoznaczność i komunikatywność treści celu zrozumiałego dla otoczenia banku centralnego, – jednorodność zjawiska sugerująca stosunkowo spójną mierzalność, – możliwość sprowadzenia do jednego syntetycznego wskaźnika obrazującego sytuację, – przejrzystość kompetencyjna w strukturze władz finansowych w odniesieniu do celu, – sprawdzona skuteczność dostępnego instrumentarium osiągnięcia celu w postaci stóp procentowych 	<ul style="list-style-type: none"> – uproszczenia w procesie pomiaru obejmującego tylko ceny wybranych dóbr (podejście „koszykowe”), – nadmierna koncentracja na cenach towarów i usług konsumpcyjnych, przez co ceny aktywów giełdowych i nieruchomości nie znajdują właściwego odzwierciedlenia, – trudność we właściwej ocenie, jakie zmiany cen są naturalne dla gospodarki, bo np. generowane postępowaniem technicznym, – niebezpieczeństwo sztuczności uzyskanej przez bank centralny stabilności cen, pod względem zarówno ich poziomu, jak i struktury, a w efekcie: – trudność w określeniu potencjalnych skutków zniekształcenia mechanizmu cenowego przez ingerencję banku centralnego i odreagowania tego przez gospodarkę; – założenie, że stabilne ceny implikują stabilność finansową, a jeśli niestabilność finansowa się pojawi, to jest traktowana jako autonomiczna względem polityki pieniężnej, – ograniczenie możliwości reagowania przez bank centralny na powstawanie baniek spekulacyjnych na rynkach giełdowym i nieruchomości w obronie długookresowego celu stabilności cen, – stwarzanie pretekstu do wyłączania funkcji regulacyjnych i nadzorczych wobec banków z kompetencji banku centralnego, co osłabia skuteczność jego działań

Źródło: opracowanie własne.

Istotną cechą celu stabilności cen jest w krajach Unii Europejskiej utrwalony i społecznie akceptowany mechanizm komunikowania się przez bank centralny z otoczeniem w sprawie tego celu przez ogłaszane stopy procentowe banku centralnego w kontekście uzyskanych wskaźników inflacji. Z jednej strony stanowi to zaletę stabilności cen, z drugiej – czyni trudniejszym skuteczne włączenie dodatkowego współcelu działalności banku centralnego wraz z instrumentarium jego realizacji do relacji z otoczeniem.

4. Podstawowe cechy stabilności finansowej jako filara strategii banku centralnego

Stabilność finansowa, mimo że jak wyżej wskazano, odwołują się do niej nazwy licznych instytucji, nie jest tak łatwa do zdefiniowania jak stabilność cen. Bardzo istotne w dalszych rozważaniach jest to, że stabilność finansową definiuje się prze-

ważnie przez uwarunkowania sprzyjające wystąpieniu jej przeciwieństwa, czyli niestabilności finansowej. Przykładem zawartym w pracy De Grauwego i Grosa [2009, s. 4] może być ujęcie według Borio i Lowego [2002, abstrakt] wskazujące, że trwały i gwałtowny wzrost kredytowania w połączeniu z dużymi wzrostami cen aktywów zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia niestabilności finansowej. Ferguson [2002, s. 2] dodaje do tych elementów skutek w postaci odchylenia lub prawdopodobieństwa znacznego odchylenia zagregowanych wydatków od zdolności produkcyjnych gospodarki.

Jeszcze raz warto podkreślić, że nacisk w tych definicjach jest położony na zbiór kluczowych uwarunkowań zwiększających prawdopodobieństwo wystąpienia niestabilności finansowej, ale tego nie przesądzających. Oznacza to zarazem, że pomija się charakterystykę objawów samej niestabilności, widocznie traktując je jako oczywiste [Szczepańska 2008, s. 33].

Wynika z tego wniosek, że stabilność finansowa powinna występować, gdy tempo wzrostu kredytowania i cen aktywów jest stabilne, a rozmiar zagregowanych wydatków odpowiada zdolnościom produkcyjnym gospodarki, jednak nie zawsze są to warunki bezwzględnie konieczne. Ostrożność autorów starających się określić stabilność czy też niestabilność finansową może wynikać z tego, że powoływane przez nich uwarunkowania mogą się kojarzyć z cechami skrajnych faz cyklu koniunkturalnego, a niestabilność finansowa sprowadzi się do objawu przegrzania gospodarki. Nie każdy boom czy depresja oznacza przecież niestabilność finansową, a przy bardziej radykalnym ujęciu może też pojawić się problem z odróżnieniem przyczyny od skutku – czy niestabilność wynika z cyklu czy cykl z niestabilności.

Trzymając się logiki wyżej powołanych definicji, należy stwierdzić, że utrata stabilności finansowej opiera się na konkretnej sekwencji czasowej zdarzeń. Najpierw w gospodarce pojawia się przyrost pieniądza kredytowego, pozwalający sfinansować wzrost popytu na aktywa, co podnosi ich ceny. Zgodnie z teorią majątkowego kanału transmisji impulsów polityki pieniężnej wzrost cen aktywów, głównie akcji i nieruchomości, zwiększa skłonność ludności i przedsiębiorstw do dokonywania wydatków, również finansowanych kredytem. W efekcie wzrost konsumpcji następuje w tempie przekraczającym podażowe zdolności adaptacyjne gospodarki, co dodatkowo stwarza presję na wzrost importu. Jest to oczywiście bardzo syntetyczne ujęcie procesu, ale najistotniejsza jest faza pierwsza – z czego wynika wzrost akcji kredytowej?

Wśród podstawowych przyczyn trwałego i gwałtownego wzrostu kredytowania wymienia się przede wszystkim:

- długo utrzymywane niskie stopy procentowe banku centralnego,
- wzrost mnożnika kreacji pieniądza w efekcie znacznej redukcji rezerwy obowiązkowej i/lub innych obciążeń podstawy kreacji kredytu,
- innowacje finansowe, np. kredytowe instrumenty pochodne,
- silny napływ kapitału zagranicznego, zwłaszcza spekulacyjnego,
- znaczny wzrost wydatków publicznych,

- wsparcie przez władze dostępności kredytu, zwłaszcza hipotecznego, przez różne ułatwienia instytucjonalne i gwarancyjne (np. Fannie Mae, Freddie Mac i the Federal Home Loan Bank System w Stanach Zjednoczonych).

O ile na cztery pierwsze przyczyny bank centralny może mieć wpływ, choć w różnym stopniu, o tyle w przypadku ostatnich dwóch może jedynie prowadzić politykę dostosowawczą.

Jeśli przyjąć, że utrata stabilności finansowej zaczyna się od wyjątkowo wzmożonej akcji kredytowej, a wzrost cen ujmowany dla potrzeb celu inflacyjnego ujawnia się z opóźnieniem lub wcale, gdyż najpierw rosną ceny akcji i nieruchomości, powstaje pytanie, czy nie należy przywrócić znaczenia kontroli podaży pieniądza i agregatom pieniężnym, niezależnie od ich znanych ograniczeń.

De Grauwe i Gros [2009, s. 6] dokładnie pokazują, że w okresie przed kryzysem EBC mierzył M3 i dysponował niepokojącymi danymi o zmianach w podaży pieniądza, wskazującymi na tworzenie się uwarunkowań generujących zagrożenie bąblem spekulacyjnym na rynku aktywów. Skupienie się w EBC na celu inflacyjnym spowodowało, że w praktyce nie wyciągnięto z tych danych żadnych wniosków.

Należy dodać, że System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Fed), choć jest uważany za bank centralny, który zwykł przywiązywać większą wagę do agregatów pieniężnych niż EBC, od 23 marca 2006 r. zarzucił pomiar M3, argumentując, że miara ta nie ma innej wartości informacyjnej niż agregat M2, który nadal jest mierzony. Jest to kolejny przykład lekceważącego podejścia do pomiaru podaży pieniądza, co zwiększa szanse zaskoczenia utratą stabilności finansowej [*Discontinuanace...* 2006].

5. Problem doboru instrumentów osiągnięcia celu stabilności finansowej przez bank centralny

Jeżeli bankowi centralnemu powierzyć misję utrzymania stabilności finansowej, to powstaje pytanie, jakimi instrumentami miałyby tę misję realizować. Stabilność cen jest osiągana głównie przez kształtowanie układu stóp procentowych – od stóp banku centralnego po stopy na rynku międzybankowym i, jak wyżej wspomniano, stosunkowej prostocie celu inflacyjnego odpowiada prostota instrumentarium.

O ile argumentacja De Grauwego i Grosa [2009, s. 5] na rzecz potrzeby większego zaangażowania ze strony banków centralnych w utrzymywanie stabilności finansowej jest przekonująca, o tyle kwestia instrumentów dwufilarowej strategii w tym zakresie jest bardzo dyskusyjna. Autorzy proponują, by w celu osiągnięcia stabilności systemu finansowego bank centralny (w tym przypadku ECB) monitorował ceny aktywów giełdowych i nieruchomości oraz poziom akcji kredytowej banków i korzystał z dwóch grup narzędzi:

- a) stopy rezerw obowiązkowych,
- b) kontroli makroostrożnościowej.

W kontroli makroostrożnościowej, będącej złożoną kategorią instrumentów, autorzy wymieniają zwłaszcza operowanie przez bank centralny dopuszczalnym stosunkiem wartości kredytu do wartości zabezpieczenia (LTV) i wskaźnikiem dźwigni, czyli wykorzystanie kapitałów obcych do zwiększenia rentowności kapitału własnego. Dodatkowo, w ramach kontroli makroostrożnościowej na wzór hiszpański, można by stosować dynamiczne zabezpieczenie (*dynamic provisioning*) wymuszające antycykliczne zwiększanie rezerw na złe kredyty przez banki (zwiększone odkładanie rezerw w okresie koniunktury, a zmniejszone w okresie dekonunktury).

Instrumenty związane z kontrolą makroostrożnościową nie wydają się tak problematyczne jak propozycja znacznie dynamiczniejszego niż dotychczas wykorzystywania zmian stopy rezerw obowiązkowych w celu utrzymania stabilności finansowej. De Grauwe i Gros [2009, s. 5] bardzo skrótowo prezentują swoją koncepcję wykorzystania stopy rezerw obowiązkowych do stabilizowania systemu finansowego i nie odnoszą się do słabych stron tego instrumentu, znanych nawet z podręczników [Każmierczak, 2008, s. 147]. Wystarczy tu wymienić bardziej powszechny, bezpośredni i silniejszy wpływ zmian stopy rezerwy obowiązkowej na banki niż zmiany depozytowo-kredytowych stóp procentowych banku centralnego, z których to względów w praktyce światowej unikano dotąd częstych zmian tej stopy. Niezbędna wydaje się uprzednia modelowa analiza potencjalnego wpływu zwiększonej zmienności stopy rezerwy obowiązkowej na skuteczność polityki stóp procentowych. Założenie, że sytuacja uzasadniająca manipulację stopą rezerwy obowiązkowej przez bank centralny automatycznie tłumaczy zmianę w jego polityce stóp procentowych, jest wygodne, ale rodzi wiele zagrożeń dla wiarygodności polityki pieniężnej banku centralnego, czyniąc ją mniej stabilną i zrozumiałą dla otoczenia.

Poza tym cecha zmian stopy rezerw obowiązkowych, uważana powszechnie za zaletę, czyli opóźniony wpływ tych zmian na poziom stóp procentowych na rynku międzybankowym i w całej gospodarce, w przypadku potrzeby stabilizowania systemu finansowego może mieć negatywne konsekwencje. W takiej sytuacji, z jednej strony, szybsza reakcja rynkowych stóp procentowych mogłaby być pożądana, z drugiej zaś, opóźniony wpływ zmian rezerwy na stopy procentowe, gdy zmiany te z założenia będą częste, może być trudny do przewidzenia, kreując problemy zarówno dla banku centralnego, jak i samych banków.

Powołani autorzy nie określają w swej pracy relacji między instrumentem rezerwy obowiązkowej a instrumentami kontroli makroostrożnościowej, czy któryś z instrumentów byłby dominujący, czy instrumenty będą zasadniczo stosowane równoległe, czy też preferencje banku centralnego w tym zakresie miałyby być dynamiczne. Problemem staje się w takim razie określenie nie tylko relacji między polityką stóp procentowych i polityką stopy rezerwy obowiązkowej w dwufilarowej strategii banku centralnego, ale także relacji wymienionych systemów politycznych z polityką kontroli makroostrożnościowej. Ze względu na wyżej wymienione cechy instrumentu rezerw obowiązkowych wydaje się, że to instrumenty kontroli makroostrożnościowej mogą stanowić podstawę bieżącej polityki stabilizowania systemu finansowego,

a zmiany stopy rezerwy obowiązkowej byłyby wykorzystywane interwencyjnie, gdy LTV, dźwignia i dynamiczne zabezpieczenie okazują się niewystarczające. Również jednak w tym przypadku bank centralny byłby zmuszony do prognozowania i monitorowania wzajemnych oddziaływań między wszystkimi trzema kategoriami instrumentów, co na pewno nie będzie łatwe.

6. Podstawowe cechy połączenia stabilności cen ze stabilnością finansową w ramach dwufilarowej strategii banku centralnego

Włączenie stabilności finansowej do strategii banku centralnego niesie ze sobą przede wszystkim po stronie korzyści poszerzenie przez bank centralny spektrum monitoringu sytuacji w sektorze finansowym oraz działań zapobiegających powstawaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów giełdowych i nieruchomości. Choć na bieżąco te działania zapobiegające niestabilności systemu finansowego mogą się

Tabela 2. Zalety i wady dwufilarowej strategii banku centralnego

Zalety strategii dwufilarowej	Wady strategii dwufilarowej
<ul style="list-style-type: none"> – pełniejsze monitorowanie przez bank centralny finansowego otoczenia gospodarki oraz – umożliwienie bankowi centralnemu podejmowania działań redukujących zagrożenie powstaniem bąbli spekulacyjnych na rynkach giełdowym i nieruchomości, a w efekcie: – tworzenie środowiska ułatwiającego długookresowe osiągnięcie celu stabilności cen, – istnienie możliwych do wykorzystania instytucjonalnych ram współpracy w zakresie stabilności finansowej z innymi władzami finansowymi, – poszerzenie spektrum instrumentów banku centralnego zwiększające jego elastyczność reagowania, – zagospodarowanie w uporządkowany sposób i tak funkcjonujących rozwiązań, jak LTV czy dynamiczne zabezpieczenie, – stwarzanie uwarunkowań do włączenia w kompetencje banku centralnego funkcji regulacyjnych i nadzorczych wobec banków wzmacniającego skuteczność działań banku centralnego 	<ul style="list-style-type: none"> – mało przejrzyste dla banku centralnego, a w jeszcze większym stopniu dla jego otoczenia, sformułowanie istoty i parametrów celu działania banku centralnego oraz instrumentów jego osiągnięcia, – trudne do przewidzenia interakcje między działaniami banku centralnego motywowanymi celem stabilności finansowej a związanymi z celem stabilności cen oraz skomplikowanie prognozowania interakcji powstających między reakcjami otoczenia na poszczególne działania, od strony zarówno treści, jak i rozkładu w czasie tych reakcji i interakcji, – trudność we właściwej ocenie, jakie zmiany cen aktywów są naturalne dla gospodarki, – niebezpieczeństwo sztuczności uzyskanej przez bank centralny stabilności cen aktywów pod względem zarówno ich poziomu, jak i struktury, a w efekcie: – trudność w określeniu potencjalnych skutków zniekształcenia mechanizmu cenowego na rynku aktywów przez ingerencję banku centralnego i sposobu odreagowania tego przez gospodarke, – potencjalne spory kompetencyjne między bankiem centralnym, resortem finansów i innymi władzami finansowymi w związku z działaniami banku centralnego interwencyjnego w sytuację na rynku giełdowym i rynku nieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

przyczyniać do krótkookresowego odchylenia od celu stabilności cen, to w dłuższym okresie ten cel wspierają.

Wśród wad dwufilarowej strategii banku centralnego można przede wszystkim wymienić różne skutki utraty jednoznaczności i przejrzystości celu działania, zwłaszcza w zakresie celów pośrednich i operacyjnych, instrumentów i rezultatów klasycznej polityki pieniężnej odnoszącej się do celu stabilności cen, który przecież nie zostaje zarzucony. Co bardzo istotne, stabilność finansowa miałaby być realizowana przez oddziaływanie banku centralnego na stabilizację cen aktywów giełdowych i nieruchomości. To jednak powoduje przeniesienie większości zastrzeżeń wobec zdolności banku centralnego do stabilizowania cen bez ich jednoczesnego wypaczenia formułowanych w ramach standardowego celu stabilności cen.

Zasadniczo wszystkie uwagi sformułowane w tej części opracowania mają charakter uniwersalny i można je odnieść do bankowości centralnej zarówno strefy euro, Stanów Zjednoczonych, jak i Polski. W podsumowaniu będzie jednak zawarta próba wysnucia wniosków z rozważań nad dwufilarową strategią banku centralnego w odniesieniu przede wszystkim do polskiej specyfiki.

7. Podsumowanie

Z dokonanego przeglądu można wywnioskować, że z jednej strony koncentracja działań banku centralnego wyłącznie na celu stabilności cen bez należytego uwzględnienia stabilności finansowej przyczynia się do wzrostu zagrożenia kryzysem finansowym, którego przebieg może być bardziej dotkliwy. Z drugiej natomiast – poszerzenie celu działania banku centralnego o stabilność finansową rodzi wiele problemów.

Warto jednak zwrócić uwagę, że De Grauwe i Gros [2009] nie proponują zastąpienia celu stabilności cen celem stabilności finansowej, tylko zintegrowanie obu celów w bieżącej działalności banku centralnego. W przypadku Polski ma to znaczenie praktyczne, gdyż bez zmian formalnych w regulacjach ustanawiających cel stabilności cen, jak Konstytucja RP czy ustawa o Narodowym Banku Polskim, można przyjąć stabilność finansową jako warunek stabilności cen w średnim i długim okresie. Obecnie ustawowe sformułowanie celu stabilności cen w ujęciu strategicznym nie zawiera odniesienia czasowego. Założenia polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego na 2011 r. w szóstej zasadzie prowadzenia polityki pieniężnej przez Radę Polityki Pieniężnej zawierają deklarację gotowości rady do praktycznego uwzględnienia stabilności finansowej jako warunku skutecznego stabilizowania cen, z odwołaniem się do uzasadnienia potrzeby takiego postępowania zgodnie z argumentacją De Grauwego i Grosa [2009, s. 2-3]. Jeszcze w Założeniach z 2010 r. zasada dotycząca stabilności finansowej jest umieszczona na dziewiątym miejscu, podobnie jak w kilku poprzednich latach.

Świadczy to o tym, że w 2011 r. polski bank centralny widzi silniejszą konieczność praktycznego zastosowania strategii dwufilarowej i w związku z tym warto zasygnalizować cztery potencjalne problemy mogące skomplikować wdrażanie tej strategii.

Po pierwsze, jeśli do osiągnięcia stabilizacji finansowej miałby być intensywnie wykorzystany instrument stopy rezerwy obowiązkowej, to warto pamiętać o charakterystycznej dla Polski strukturalnej nadpłynności w sektorze bankowym w związku z rolą kapitału zagranicznego w tym systemie.

Po drugie, nadal nie ma instytucjonalno-prawnych mechanizmów skutecznie dyscyplinujących politykę fiskalną. Narosły problem z zadłużeniem publicznym w Polsce oraz pospieszne i niedopracowane próby jego rozwiązania, jak choćby przesunięcie 5% składki emerytalnej z Otwartych Funduszy Emerytalnych do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, wskazują na wysokie prawdopodobieństwo generowania niestabilności finansowej przez politykę fiskalną co najmniej w średnim okresie. Paradoksalnie skuteczność NBP w polityce stabilności finansowej może w tych okolicznościach generować dodatkowe konflikty z resortem finansów.

Po trzecie, maksymalna skuteczność NBP w zapewnianiu stabilności finansowej instrumentami makroostrożnościowymi może napotykać ograniczenia w związku z pozbawieniem go przede wszystkim regulacyjnego, ale też nadzorczego wpływu na sektor bankowy. Dwufilarowa strategia banku centralnego w zakresie stabilności finansowej czyni naturalnym powierzenie bankowi centralnemu regulacji i nadzoru nad bankami oraz nadanie mu dominującej pozycji wśród finansowych instytucji regulacyjnych i nadzorczych.

Po czwarte, póki pozostajemy przy płynnym kursie złotego, trzeba się liczyć z kursowymi konsekwencjami zarówno problemów strefy euro, jak i wojny walutowej z udziałem dolara, zwłaszcza od strony ruchów międzynarodowego kapitału spekulacyjnego. Gdy realności nabierze perspektywa przyjęcia wspólnej waluty, konieczność wzmocnienia dyscypliny kursowej uczyni strategią polskiego banku centralnego faktycznie trójfilarową.

Niezależnie od przedstawionych zastrzeżeń wobec dwufilarowej strategii banku centralnego w wersji De Grauwego i Grosa, doświadczenia zagranicznych systemów finansowych zebrane w toku bieżącego kryzysu finansowego skłaniają, by przychylnie spojrzeć na swoisty eklektyzm w działalności banku centralnego i jego polityce pieniężnej. Eksperymentalny charakter tej strategii nakazuje jednak daleko idącą ostrożność w postępowaniu banku centralnego i uzasadnia konieczność dalszych działań zwiększających trafność i skuteczność tej strategii.

Literatura

- Borio C., Lowe P., *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: exploring the nexus*, BIS Working Paper No. 114, Bank for International Settlements, Basel, July 2002.
- Castelnuovo E., Nicoletti-Altimari S., Rodríguez-Palenzuela D., *Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: the Anchoring of Long-Term Inflation Expectations*, European Central Bank, Working Paper Series, Working Paper no 273, September 2003.
- De Grauwe P., Gros D., *A New Two-Pillar Strategy for the ECB*, CEPS Policy Briefs, no 191/30 June 2009.

- Discontinuance of M3*, Federal Reserve Statistical Release, H.6 Money Stock Measures, 9.03.2006.
- Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act*, Public Law 111–203–July 21, 2010.
- Ferguson R.W., *Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?*, referat wygłoszony w ramach *IMF Conference on Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, International Monetary Fund, Washington D.C., 16-17 September 2002.
- Każmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, PWN, Warszawa 2008.
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., DzU 1997 nr 78, poz. 483.
- Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2010*, Warszawa, wrzesień 2009 r.
- Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*, Warszawa, wrzesień 2010 r.
- Szczepańska O., *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, DzU 1997 nr 140, poz. 938.
- Ustawa z dnia 7 listopada 2008 roku o Komitecie Stabilności Finansowej, DzU 2008 nr 209, poz. 1317.

A TWO-PILLAR STRATEGY FOR THE CENTRAL BANK – CONCEPTUAL AND INSTRUMENTAL ISSUES

Summary: A two-pillar strategy for the central bank according to De Grauwe and Gros (2009) drew strong response from economic literature and is noticeable in monetary policy guidelines announced by Polish central bank (NBP) for 2011. While arguments for the inclusion of financial stability goal together with price stability into the activity of a central bank seems to be convincing, instrumental aspect especially with regard to obligatory reserves is disputable. In case of Poland, the introduction of a two-pillar strategy requires awareness of problems such as over-liquidity in banking sector, undisciplined fiscal policy, limits of macro-prudential effectiveness of the Polish central bank deprived of banking supervision and problems of foreign exchange, especially while introducing common currency that may force the NBP to run even a three-pillar strategy.