

Materiały i Studia nr 303

Odpowiedzialność i przejrzystość banku centralnego w działaniach na rzecz stabilności finansowej

Anna Matysek-Jędrych



Materiały i Studia nr 303

Odpowiedzialność i przejrzystość banku centralnego w działaniach na rzecz stabilności finansowej

Anna Matysek-Jędrych

Anna Matyszek-Jędrych – dr nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Konkurencyjności Międzynarodowej na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu, Wydział Gospodarki Międzynarodowej

Autorka pragnie wyrazić serdeczne podziękowania Panu Prof. Andrzejowi Sławińskiemu i pozostałym uczestnikom seminarium naukowego Instytutu Ekonomicznego NBP za wnikliwe komentarze oraz cenne wskazówki i uwagi odnośnie do prezentowanych wstępnych wyników badań w ramach realizowanego projektu.

Projekt badawczy został zrealizowany w ramach konkursu Komitetu Badań Ekonomicznych NBP na projekty badawcze przeznaczone do realizacji przez pracowników NBP i osoby spoza NBP oraz został sfinansowany ze środków Narodowego Banku Polskiego

Druk:
NBP Printshop

Wydał:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
ul. Świętokrzyska 11/21
00-919 Warszawa
tel. +48 22 653 23 35
www.nbp.pl

ISSN 2084-6258

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2014

Spis treści

Streszczenie	4
Wprowadzenie	5
1. Ramy konceptualne badania	7
1.1. Odpowiedzialność demokratyczna i przejrzystość jako jakościowe aspekty polityki banku centralnego	7
1.2. Teoretyczny kontekst analizy – rozumienie pojęć accountability i stabilność finansowa	9
1.3. Miary accountability wykorzystywane w dotychczas prowadzonych badaniach	18
2. Działania banków centralnych na rzecz stabilności finansowej	24
2.1. Stabilność finansowa a stabilność cen jako cele polityki banku centralnego	24
2.2. Zestaw instrumentów stabilizowania systemu finansowego	33
3. Accountability banków centralnych w działaniach na rzecz stabilności finansowej – wyniki badań	58
3.1. Uwagi wstępne	58
3.2. Konstrukcja wskaźnika accountability banku centralnego w zakresie stabilności finansowej	60
3.3. Wyniki badań	64
Podsumowanie	82
Bibliografia	85

Streszczenie

Trwający od 2007 r. kryzys finansowy jest przyczyną pojawienia się presji ze strony opinii publicznej i części polityków na zmianę hierarchii celów polityki gospodarczej, w tym szczególnie celów banku centralnego. W środowisku niskiej i stabilnej inflacji podstawowy cel większości banków centralnych na świecie wydaje się dużo mniej istotny w porównaniu z przywróceniem stabilności systemowi finansowemu i gospodarce. Same banki centralne natomiast wydają się coraz bardziej angażować w kwestię stabilności systemu finansowego.

Celem pracy jest identyfikacja i ocena występujących w literaturze oraz w praktyce wybranych banków centralnych tendencji w zakresie kształtowania instytucjonalnych uwarunkowań skuteczności polityki stabilizacyjnej banków centralnych. Wśród tych uwarunkowań ważne znaczenie odgrywają odpowiedzialność demokratyczna oraz przejrzystość.

Niniejsze opracowanie definiuje podstawowe pojęcia, tj. odpowiedzialność demokratyczna i stabilność finansowa, analizuje miary wykorzystywane w procesie szacowania odpowiedzialności banków centralnych w ramach realizowanej polityki pieniężnej w kontekście możliwości ich zastosowania do oceny działań stabilizujących system finansowy. W opracowaniu omówiono zasadność tworzenia nowej perspektywy badawczej w odniesieniu do jakościowych aspektów polityki banku centralnego oraz syntetycznie zaprezentowano problematykę działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej. Ponadto, w pracy zaprezentowano wyniki przeprowadzonych badań empirycznych, omówiono konstrukcję wskaźnika, a następnie przedstawiono zidentyfikowane tendencje w zakresie odpowiedzialności banków centralnych za stabilność systemu finansowego.

Słowa kluczowe: bankowość centralna, kryzys finansowy, odpowiedzialność demokratyczna, polityka makroostrożnościowa, polityka pieniężna, przejrzystość, stabilność finansowa

JEL: E52, E58, G01, G10, G18, G20, G28

Wprowadzenie

W obliczu kryzysu trwającego od 2007 r. stabilność systemu finansowego stała się zagadnieniem niezwykle aktualnym, ciekawym, ale przede wszystkim bardzo istotnym z punktu widzenia polityki realizowanej przez banki centralne. Można zaryzykować tezę, że Globalny Kryzys (rozumiany jako globalna niestabilność finansowa) zasadniczo zmienił postrzeganie bankowości centralnej na świecie. Stał się również punktem zwrotnym w rozważaniach na temat celów, instrumentów czy konkretnych rozwiązań instytucjonalnych w odniesieniu do banków centralnych.

Charakterystyczne jest, że w czasie kryzysu – szczególnie długo utrzymującego się – pojawia się presja ze strony opinii publicznej i części polityków na zmianę hierarchii celów polityki gospodarczej, w tym szczególnie celów banku centralnego. W środowisku niskiej i stabilnej inflacji, która w większości krajów wysoko rozwiniętych utrzymywała się od ponad dwóch dekad, podstawowy cel większości banków centralnych na świecie wydaje się dużo mniej istotny w porównaniu z przywróceniem stabilności systemowi finansowemu i gospodarce. Odmienne kwestie te postrzegają natomiast sami bankierzy centralni, którzy działają w ramach ściśle określonego i przyznanego im mandatu. W obliczu tej presji i wciąż utrzymującego się kryzysu w systemach finansowych rodzi się następujące pytanie badawcze: jaki kształt rozwiązań instytucjonalnych pozwoli ograniczyć tę presję do poziomu akceptowanego przez banki centralne (nie wpływając tym samym na wiarygodność banku centralnego i polityki przez niego realizowanej)?

Inną – towarzyszącą omówionym wyżej – tendencją jest rosnące zaangażowanie banków centralnych w proces stabilizowania systemu finansowego. Zaangażowanie to przybiera coraz to nowe formy, często o bezprecedensowym charakterze i skali. A to z kolei może stanowić podstawę dla kolejnych pytań badawczych, tj. jaki kształt rozwiązań instytucjonalnych zwiększy skuteczność działań stabilizacyjnych banku centralnego? Oraz jakie tendencje w zakresie instytucjonalnych rozwiązań dominują w praktyce banków centralnych krajów rozwiniętych i w jakim kierunku ewoluuje ich kształt?

Podstawowym celem pracy jest identyfikacja i ocena występujących w literaturze oraz w praktyce wybranych banków centralnych tendencji w zakresie kształ-

towania instytucjonalnych uwarunkowań skuteczności polityki stabilizacyjnej banków centralnych. Wśród tych uwarunkowań ważne znaczenie odgrywają odpowiedzialność demokratyczna (*accountability*) oraz przejrzystość (rozumiana w niniejszym opracowaniu jako strategia komunikacji banku centralnego w zakresie działań stabilizujących system finansowy).

Tak sformułowany cel wymagał podjęcia dwojakiego rodzaju badań: na pierwszym etapie były to studia literaturowe, stanowiące podbudowę teoretyczną dla prowadzonych na drugim etapie badań pierwotnych na wybranej grupie banków centralnych. Celem tego badania było oszacowanie wartości zaproponowanego wskaźnika *accountability* banku centralnego w zakresie działań na rzecz stabilności finansowej.

Struktura pracy przedstawia się następująco. W pierwszej części zaprezentowano konceptualne ramy badania. Uwaga autorki skoncentrowała się na zasadniczych pojęciach wykorzystywanych w prowadzonych badaniach, tj. odpowiedzialność demokratyczna (*accountability*) i stabilność finansowa. W części pierwszej przeprowadzono również krytyczną analizę miar wykorzystywanych w procesie szacowania odpowiedzialności banków centralnych w ramach realizowanej polityki pieniężnej w kontekście możliwości ich zastosowania do oceny działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej. W części drugiej opracowania omówiono zasadność tworzenia nowej perspektywy badawczej w odniesieniu do jakościowych aspektów polityki banku centralnego (perspektywy stabilności finansowej w opozycji do perspektywy stabilności cen) oraz syntetycznie zaprezentowano problematykę działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej. Podjęto również próbę identyfikacji najważniejszych tendencji w kształtowaniu roli banków centralnych w stabilizowaniu systemu finansowego. W trzeciej części zaprezentowano wyniki przeprowadzonych badań empirycznych, omówiono konstrukcję wskaźnika, a następnie przedstawiono zidentyfikowane tendencje w zakresie odpowiedzialności banków centralnych za stabilność systemu finansowego. Najważniejsze wnioski zestawiono w podsumowaniu.

1. Ramy konceptualne badania

1.1. *Odpowiedzialność demokratyczna i przejrzystość jako jakościowe aspekty polityki banku centralnego*

Na wstępie warto podkreślić, że pomimo, iż kwestie jakościowych aspektów polityki banku centralnego były przedmiotem ożywionej debaty naukowej już pod koniec lat 90. ubiegłego wieku, wciąż występują kontrowersje natury teoretycznej. Znajdują one niewątpliwie swe odzwierciedlenie w proponowanych miernikach jakościowych aspektów polityki banku czy formułowanych wnioskach o charakterze normatywnym.

Początkowo zwrócono uwagę na konieczność zapewnienia niezależności banku centralnego (*independence*). Wynikało to z dwojakiego rodzaju przyczyn – teoretycznych i empirycznych. Wśród pierwszych należy wskazać koncepcję niespójności polityki w czasie i związane z nią pojęcie skrzywienia inflacyjnego (Kydland, Prescott, 1977). Wśród drugich należy wymienić m.in. załamanie systemów, które dotychczas stały na straży stabilności poziomu cen – a więc najpierw systemu z *Bretton Woods* w latach 70. XX w., a następnie Europejskiego Systemu Monetarnego na początku lat 1990. (por. Eichengreen *et al.*, 1993). Najważniejszą zaś przesłanką uznania znaczenia niezależności banku centralnego było przekonanie, że jednym z warunków skuteczności walki z inflacją jest zmniejszenie podatności banku centralnego na zewnętrzne naciski o charakterze politycznym¹.

Wśród innych – obok niezależności – jakościowych aspektów decydujących o skuteczności polityki banku centralnego wskazuje się wiarygodność samego banku i jego działań (*credibility*). Znaczenie wiarygodności polityki pieniężnej akcentuje w szczególności teoria racjonalnych oczekiwań, zgodnie z którą bieżące decyzje podmiotów gospodarczych uzależnione są nie tylko od przeszłych i teraźniejszych zdarzeń, ale również od oczekiwań dotyczących przyszłości (Kowalski, 2001, s. 37-40). Racjonalność oczekiwań oznacza również, że uczestnicy życia gospodarczego formułują swoje oczekiwania na podstawie wszystkich dostępnych informacji (znając tym samym najbardziej prawdopodobny bieg przyszłych wydarzeń), a większa wiarygodność polityki banku centralnego zmniejsza niepewność odnośnie przyszo-

¹ Przekonanie takie wynikało z zaakceptowania poglądów szkoły wyboru publicznego (*Public Choice*) oraz teorii cyklu politycznego. Szerzej zob. Wojtyna (1998, s. 52 i nast.).

ści i wpływa na takie kształtowanie oczekiwań, które sprzyja realizacji celów banku centralnego (Polański, 1998; Sławiński, 2011).

Niezależności i wiarygodności działań podejmowanych przez bank centralny powinny towarzyszyć również przejrzystość (*transparency*) i odpowiedzialność demokratyczna (*accountability*). Przejrzystość polityki wpływa w szczególności na proces formułowania oczekiwań podmiotów gospodarczych. Komunikacja i przewidywalność działań banku centralnego wskazywane są jako elementy niezbędne w polityce banku centralnego również w związku z tym, że jest on instytucją publiczną i jako taka – powinien ujawniać społeczeństwu informacje związane z prowadzoną polityką. Określenie optymalnego poziomu przejrzystości działań banku centralnego nie jest zadaniem prostym, tym nie mniej podejmowane są próby zmierzenia aktualnego poziomu przejrzystości i tendencji, które współcześnie występują w tym aspekcie polityki banków centralnych (Geraats, 2001; Oosterloo *et al.*, 2007; Dincer, Eichengreen, 2009; Čihák *et al.*, 2012).

Odpowiedzialność demokratyczna zaś stanowi konsekwencję zwiększania niezależności banku centralnego. Uznaje się bowiem, że w demokratycznym społeczeństwie zwiększeniu niezależności banku centralnego jako instytucji publicznej, musi towarzyszyć mechanizm poddawania polityki banku centralnego publicznej ocenie (por. Eijfinger, Hoeberichts, 2000, s. 73-96; Wojtyna, 2002). Lastra (2006) uznaje wręcz odpowiedzialność demokratyczną za warunek wstępny i konieczny dla zwiększania niezależności banku centralnego.

Proste stwierdzenie, iż bank centralny jest lub powinien być odpowiedzialny za stabilność systemu finansowego, a jego działania powinna charakteryzować przejrzystość może budzić kontrowersje. Dlatego głębszą refleksję nad tą problematyką powinno poprzedzić precyzyjne określenie zakresu znaczeniowego kluczowych z punktu widzenia badania pojęć: odpowiedzialność demokratyczna oraz stabilność finansowa (por. punkt 1.2 niniejszego opracowania).

1.2. Teoretyczny kontekst analizy – rozumienie pojęć *accountability* i stabilność finansowa

Problematyka odpowiedzialności demokratycznej (demokratycznej kontroli²) i przejrzystości są ze sobą silnie powiązane. Cukierman (2001) wspomina wręcz o „problemach bliźniaczych” (*twin issues*), omawiając obydwie zagadnienia. Podejście takie będzie również prezentowane w niniejszym opracowaniu, aczkolwiek początkowo kwestie te będą ujmowane odrębnie.

Odpowiedzialność demokratyczna jest definiowana w literaturze w rozmaity sposób. Odmienne podejścia prezentowane są także przez same banki centralne. *Accountability* najczęściej odnosi się do jej dwóch odrębnych aspektów³:

- odpowiedzialności w sensie przedmiotowym (za jakie cele, zadania czy kwestie odpowiada bank centralny, *accountable for what?*) oraz
- odpowiedzialność w sensie podmiotowym (przed kim bank centralny odpowiada za realizowaną politykę, podejmowane decyzje i ich skutki, *accountable to whom?*).

Powyższe rozgraniczenie wskazuje na istnienie swoistej wymienności (*trade-off*) między obydwojema formami odpowiedzialności i jednocześnie na potrzebę precyzyjnego zdefiniowania celu polityki banku centralnego i współzależności instytucjonalnych na poziomie danego kraju. Podejście takie rodzi również konsekwencje w odniesieniu do kwestii odpowiedzialności banku centralnego za stabilność systemu finansowego, co w tym miejscu zostaje wyłącznie zasygnalizowane, a będzie przedmiotem rozważań w dalszej części opracowania. Warto zwrócić uwagę na konieczność odrębnego traktowania dwóch kwestii, tj. odpowiedzialności i przejrzystości. Niektórzy ekonomiści stosują te pojęcia zamiennie, utożsamiając przejrzystość polityki banku centralnego z tzw. wąskim rozumieniem odpowiedzialności. Podejście takie wydaje się błędne, co w obrazowy sposób opisał Issing (1999), uznając, że przejrzystość jest stopniem, w jakim bank centralny *robi to, co mówi* i *mówi to, co robi*, odpowiedzialność natomiast powinna odnosić się do tego, czy bank cen-

² W literaturze polskiej stosowane są różne tłumaczenia pojęcia *accountability*, najczęściej występują określenia odpowiedzialność demokratyczna, demokratyczna kontrola lub poddawanie się publicznej ocenie, por. (Wojtyła, 2002).

³ Issing *et al.* (2001, s. 131) wskazują na jeszcze jeden aspekt odpowiedzialności, tj. odpowiedzialność w jakim okresie, terminie (*accountable when?*)

tralny *robi to, co powinien robić*. W kontekście wspomnianych związków przyczynowo-skutkowych, warto zauważyć, że wzrost znaczenia odpowiedzialności, będący konsekwencją wzrostu niezależności banku centralnego – w naturalny sposób wymusza przejrzystość działań banku centralnego. Przejrzystość ta z kolei słusznie traktowana jest jako jedno z narzędzi kontroli demokratycznej nad bankiem centralnym (Eijffinger, Hoeberichts, 2000).

Jak wynika z omówionych przykładów i zestawienia najczęściej przytaczanych w literaturze definicji (por. tabela 1), zarówno w teorii, jak i w praktyce brakuje jednej, powszechnie akceptowanej definicji pojęcia *accountability*. Co więcej, rozważania na temat odpowiedzialności banku centralnego koncentrowały się dotychczas na polityce pieniężnej i podstawowym celu banku centralnego, jakim dla większości banków jest stabilność cen.

Tabela 1. Rozumienie pojęcia *accountability*

Autor/ autorzy	Odwolanie do teorii	Rozumienie pojęcia
Briault et al. (1996)	Teoria agencji i wzajemne relacje pomiędzy mocodawcą i pełnomocnikiem	Prawne lub moralne zobowiązanie się do zadbania o politykę pieniężną oraz rozliczenia się z podjęcia działań lub z konsekwencji ich podjęcia.
De Haan et al. (1999)	Teoria cyklu politycznego i koncepcja wyboru publicznego	Odpowiedzialność odnosi się do trzech jej wymiarów (1) decyzji dotyczące precyzyjnego zdefiniowania celu i określenia hierarchii (w przypadku wielu celów), (2) przejrzystości faktycznie prowadzonej polityki pieniężnej, (3) określenia, na kim spoczywa ostateczna odpowiedzialność za politykę pieniężną
Drazen (2000)	Teoria optymalnego kontraktu i koncepcja bezpośredniego celu inflacyjnego	Przyznanie bankowi centralnemu ściśle zdefiniowanej kompetencji, w wyniku czego opinia publiczna wie, kogo należy oceniać za sytuację w zakresie polityki pieniężnej.
Issing et al. (2001)	Poglądy tzw. szkoły wyboru publicznego	<i>Accountability</i> oznacza odpowiedzialność za wypełnianie uprawnień decyzyjnych przyznanych w wyniku aktu derogacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Briault et al. 1996; de Haan et al., 1999; Drazen, 2000; Issing et al., 2001).

Poza rozgraniczeniem aspektu przedmiotowego i podmiotowego odpowiedzialności, ważnym – szczególnie w kontekście operacjonalizacji pojęcia – jest rozróżnienie poddawania banku centralnego ocenie *ex ante* oraz *ex post*. Część autorów

ujmuje bowiem odpowiedzialność jako pojęcie o charakterze wyłącznie *ex post* (np. Issing *et al.*, 2001, s. 131), jednak podejście takie nie wydaje się właściwe. W polityce realizowanej przez banki centralne mamy bowiem do czynienia z opóźnieniami, stąd ograniczenie odpowiedzialności wyłącznie do aspektu *ex post* może stanowić naturalną barierę dla tworzenia rozwiązań zwiększających skuteczność polityki banku centralnego.

Nawiązując do zaprezentowanych w niniejszym punkcie definicji *accountability*, można uznać, że dominujące w literaturze podejście obejmuje zarówno *usprawiedliwianie i wyjaśnienie* decyzji podejmowanych przez bank centralny, jak i *przyjęcie na siebie odpowiedzialności* za prowadzoną politykę i jej efekty (por. Randzio-Plath, Padoa-Schioppa, 2000; Castellani, 2002; Geraats, 2002; Hughes-Hallet, Libich, 2006). Pełna interpretacja pojęcia *accountability* zawiera dwa odrębne komponenty – *usprawiedliwianie i wyjaśnianie*, które jest silnie powiązane z przejrzystością banku centralnego oraz *ostateczną odpowiedzialność (final responsibility)*, która stanowi konsekwencję przyznania bankowi centralnemu niezależności.

Można uznać zatem, że kluczowe dla precyzyjnego określenia zakresu znaczeniowego pojęcia *accountability* jest określenie wzajemnych relacji między kategoriami *accountability* i niezależność⁴ oraz *accountability* i przejrzystość. Skuteczność polityki banku centralnego, może być bowiem w dużym stopniu uzależniona od swoistej równowagi między niezależnością a jego *accountability* oraz od wykorzystania właściwych narzędzi komunikowania, które można utożsamiać z przejrzystością.

Na potrzeby niniejszego opracowania zaadaptowano definicję *accountability* autorstwa Briault'a *at el.* (1996), zgodnie z którą odpowiedzialność banku centralnego za stabilność systemu finansowego należy rozumieć jako ***prawne lub moralne zobowiązanie się banku centralnego do zadbania o stabilność systemu finansowego oraz rozliczania się z podjęcia działań lub z konsekwencji tych działań***⁵. Przyjęto zatem szeroką definicję *accountability*, która akcentuje zarówno zagadnienie odpowiedzialności demokratycznej, jak również zagadnienie przejrzystości działań

⁴ Kwestia niezależności wykracza poza ramy niniejszego opracowania, a w tym miejscu wyłącznie zasygnalizowano znaczenie właściwego określenia relacji pomiędzy obiema kategoriami.

⁵ Podstawowe znaczenie w wyborze powyższej definicji miało wprowadzenie w dalszej części opracowania pojęć odpowiedzialność *de iure* i odpowiedzialność *de facto*.

banku centralnego (aczkolwiek w ograniczonym zakresie). W związku z tym zaproponowany wskaźnik odpowiedzialności i przejrzystości⁶ (*accountability*) banku centralnego, w ramach działań na rzecz stabilności finansowej, będzie zawierał elementy pomiaru odpowiedzialności demokratycznej banku centralnego oraz pomiaru przejrzystości tegoż banku w zakresie narzędzi komunikowania opinii publicznej działań podejmowanych w zakresie stabilności finansowej (por. rozdział 3).

Z kolei zagadnienie stabilności systemu finansowego (stabilności finansowej⁷) jest współcześnie mocno akcentowane, zarówno jako jeden z warunków efektywnego funkcjonowania systemu finansowego, w aspekcie narodowym i globalnym, jak również w ujęciu czynników zrównoważonego wzrostu gospodarki światowej⁸. Należy podkreślić, że pomimo znacznego zaawansowania badań teoretycznych i empirycznych nad zagadnieniem stabilności finansowej, nie istnieje jednolita, metodologicznie ugruntowana czy też prawnie usankcjonowana definicja stabilności systemu finansowego czy stabilności finansowej (Oosterloo, de Haan, 2003, s. 3). Zasadniczym problemem jest również – obok występującej niejednorodności terminologicznej – brak możliwości operacjonalizacji zjawiska stabilności finansowej w proponowanych ujęciach. W literaturze występują również skrajne poglądy, w których autorzy przekonują o braku możliwości zdefiniowania zjawiska stabilności finansowej (Icard, 2003). Warto podkreślić, że brak konsensusu w zakresie definiowania stabilności finansowej powoduje również brak zgodności w kwestii działań podejmowanych w celu utrzymania lub przywrócenia stabilności finansowej, doboru instrumentów wykorzystywanych w tym celu, jak również instytucjonalnej odpowiedzialności za stabilność systemu finansowego.

⁶ Na potrzeby niniejszego opracowania i przeprowadzonego badania przyjęto szeroki zakres pojęciowy *accountability*, uwzględniający zarówno kwestie odpowiedzialności demokratycznej, jak i przejrzystości jako przejawu odpowiedzialności podmiotowej.

⁷ Zdając sobie sprawę z pewnego uproszczenia, w pracy oba pojęcia będą stosowane zamiennie. W zdecydowanej bowiem większości publikacji naukowych oraz raportów banków centralnych i międzynarodowych instytucji finansowych pojęcie stabilności finansowej (bez dodatkowego dopełnienia) odnosi się do systemu finansowego i jego bezpośredniego otoczenia. Niemniej jednak w literaturze pojawiają się opinie na temat zależności między obydwoma pojęciami, przy czym wskazuje się na szerszy zakres pojęcia stabilność finansowa. Por. m.in. Icard (2003, s. 225).

⁸ Problematyka stabilności systemu finansowego (traktowana jednak w charakterze kryzysu finansowego) była przedmiotem zainteresowania ekonomistów i polityków gospodarczych już wcześniej, szczególnie w obliczu kryzysów finansowych o znacznych kosztach makroekonomicznych. Kindleberger (1999, s. 1) zwraca uwagę na wyraźnie przeciwykliczny (tj. rozkwitający w warunkach dekonstrukcji) charakter prowadzonych badań i publikowanych prac na temat stabilności finansowej. Zob. również Wojtyna (1995, s. 5-6) i Brown (2001, s. 30-44).

Najwyższe analityczne ujęcie niestabilności finansowej, określane mianem podejścia monetarnego, proponuje Schwartz (1986). Monetarne ujęcie problemu traktuje przedmiot badań bardzo wąsko, ograniczając się w zasadzie do obserwowania kształtowania się podaży pieniądza w konsekwencji wystąpienia paniki bankowej. Wszelkie inne zjawiska, które mogą stanowić symptomy niestabilności finansowej, np. gwałtowny spadek cen aktywów i wzrost upadłości podmiotów gospodarczych, którym nie towarzyszy jednak panika bankowa, nie stanowią – zdaniem Schwartz (1986) – o stabilności bądź niestabilności systemu finansowego. Autorka utożsamia takie sytuacje z pseudo-kryzysami i przestrzega przed interwencją, która z jednej strony może spowodować obniżenie efektywności gospodarczej (w wyniku ratowania podmiotów, które powinny upaść), z drugiej natomiast może spowodować nadmierną podaż pieniądza i stymulować procesy inflacyjne.

W monetarny nurt opisu warunków niestabilności wpisują się również Allen i Wood (2006), którzy jako podstawę swej definicji niestabilności finansowej wykorzystują rozważania Schwartz. Konstruując definicję niestabilności finansowej (którą ujmują wyłącznie jako zjawisko makroekonomiczne), autorzy posłużyli się pojęciem kryzysu finansowego w sferze mikroekonomicznej, który utożsamiają z gwałtowną redukcją dostępu do pieniądza (a w konsekwencji także redukcją wydatków) na poziomie gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, a nawet rządu. Niestabilność finansową natomiast traktują jako epizod, w którym duża grupa podmiotów (gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i rząd) doświadcza kryzysu finansowego, który to kryzys nie wynika z ich wcześniejszego zachowania⁹ oraz ma poważne negatywne efekty makroekonomiczne. Obie definicje, mimo że z analitycznego punktu widzenia są poprawne i co szczególnie warto podkreślić, mogłyby znaleźć bezpośrednie zastosowanie w praktyce, traktując przedmiot badań zbyt wąsko, nie uwzględniając szeregu zjawisk i symptomów niestabilności zidentyfikowanych na podstawie badań empirycznych (por. np. Crockett, 1997; Lindgren *et al.*, 1999). Można zatem przypuszczać, że stabilizowanie systemu finansowego w oparciu o monetarne podejście nie byłoby skuteczne i korzystne dla systemu finansowego i gospodarki. Można podjąć próbę wyjaśnienia tak wąskiego ujmowania problematyki

⁹ Charakterystyczne zatem jest występowanie tych podmiotów w roli „niewinnych świadków” (*innocent bystanders*).

niestabilności finansowej z punktu widzenia czasu powstania tej koncepcji teoretycznej. Według kryterium okresu można bowiem przyjąć, że jest to koncepcja pre-globalna, a więc koncepcja Schwartz nie uwzględniła dynamicznie zachodzącego procesu globalizacji. Natomiast w później powstałych koncepcjach autorzy ujmują zagadnienie stabilności finansowej znacznie szerzej, odwołując się do licznych przejawów niestabilności, wskazując na złożoność problematyki (można je więc traktować jako ujęcia post-globalne).

Kolejnym ujęciem problematyki stabilności finansowej jest ujęcie funkcjonalne, które równie często formułowane jest w pracach naukowych i publikacjach instytucji zaangażowanych w stabilizowanie system (Mishkin, 1999; Issing, 2003). Autorzy wymienieni jako przedstawiciele tego podejścia wskazują na poprawność i efektywność funkcjonowania systemu finansowego jako na konstytutywny element definicji stabilności finansowej. Mishkin (1999) utrzymuje, że głównym zagrożeniem dla prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego są problemy związane z przepływem informacji (stanowiące następstwo wzrostu stóp procentowych, spadku cen na rynku akcji lub wzrostu niepewności). Tym samym autor ten uwypukla występujące w systemie finansowym zjawisko asymetrii informacji jako podstawową przesłankę niestabilności systemu finansowego. Duisenberg (2001) z kolei definiuje stabilność finansową, odwołując się do pojęcia stabilności pieniężnej¹⁰. Wskazuje przy tym, że o ile zagadnienie stabilności pieniężnej (utożsamiane ze stabilnym poziomem cen) jest dobrze rozpoznane w ujęciu teoretycznym i udokumentowane w ujęciu empirycznym, o tyle stabilność finansowa nadal stanowi przedmiot dyskusji. Duisenberg (2001) przekonuje jednak o istnieniu nieformalnego konsensusu w kwestii definiowania stabilności finansowej jako płynnego funkcjonowania kluczowych elementów tworzących system finansowy. Należy podkreślić, że funkcjonalna definicja stabilności finansowej nie budzi większych zastrzeżeń i w zasadzie trudno się nie zgodzić z wyżej wymienionymi autorami. Jednak z praktycznego punktu widzenia podkreślić należy brak możliwości obserwowania tak zdefiniowanego zjawiska w ujęciu *ex ante*, a za-

¹⁰ Należy podkreślić, że m.in. Crockett (1997) zwraca uwagę na fakt, że w przeszłości ani ekonomiści, ani politycy zajmujący się zagadnieniami gospodarczymi nie podkreślali różnic między pojęciami stabilności pieniężnej i finansowej.

tem brak jest również przesłanek do stabilizowania systemu finansowego w wymiarze zapobiegawczym.

W kolejnym ujęciu stabilności finansowej – funkcjonalnym szerokim – podstawowym kryterium stanowiącym o niestabilności systemu jest nie tyle samo nieprawidłowe funkcjonowanie systemu, ale wyraźne negatywne odzwierciedlenie tego w sferze realnej gospodarki. Definicję taką zgodnie proponują m.in. Crockett (1997), Ferguson (2003), Padoa-Schioppa (2003) i inni ekonomiści (Wellink, 2002; Chant, 2003). Autorzy zgadzają się w kwestii kluczowych elementów definicji (takich jak: nieprawidłowość w funkcjonowaniu systemu finansowego, negatywny wpływ systemu finansowego na stan gospodarki), jednak wskazują odmienne mechanizmy przełożenia pogorszenia funkcjonowania systemu finansowego na aktywność gospodarczą czy stan gospodarki¹¹.

Jednym z wyróżniających się przedstawicieli podejścia funkcjonalnego szerokiego jest Schinasi (2005). Za stabilny system finansowy można uznać, zdaniem tego autora, taki system, który jest zdolny do równoczesnego wypełniania w sposób satysfakcjonujący trzech podstawowych funkcji: efektywne i płynne alokowanie zasobów, możliwie dokładne i trafne identyfikowanie i wycena ryzyka oraz zarządzanie nim, jak również łagodne absorbowanie wstrząsów o charakterze finansowym i realnym. Autor wskazuje jednocześnie szereg cech analitycznych proponowanej definicji, wśród nich m.in.: uwzględnienie wzajemnych związków między systemem finansowym a sferą realną gospodarki, uwidocznienie konieczności badania wszystkich elementów systemu finansowego (instytucji i rynków finansowych oraz infrastruktury systemu), zapobiegawczy i naprawczy wymiar stabilności finansowej, traktowanie zjawiska stabilności finansowej jako *continuum*¹². Wskazane cechy analityczne, zaproponowanego przez Schinasi'ego ujęcia stabilności finansowej

¹¹ Przykładowo Ferguson (2003, s. 209) podaje następujące trzy kryteria: znaczna część cen aktywów finansowych wydaje się odbiegać w stopniu wyraźnym od wielkości fundamentalnych, funkcjonowanie rynku oraz dostępność kredytu zostały w znaczącym stopniu zniekształcone, zagregowane wydatki w znacznym stopniu odbiegają (lub jest tego duże prawdopodobieństwo) od możliwości produkcyjnych gospodarki. Crockett (1997, s. 9-14) natomiast odnosi niestabilność do spadku zaufania do systemu finansowego, konieczności korzystania z zewnętrznego wsparcia przez instytucje finansowe oraz kształtowania się cen w sposób nie odzwierciedlający wielkości fundamentalnych.

¹² Uwzględnienie dynamiki systemu finansowego i uznanie stabilności finansowej jako zjawiska o charakterze *continuum* (tj. jako ciągły i uporządkowany zbiór elementów przechodzących jeden w drugi) ma ważne implikacje dla praktyki stabilizowania systemu finansowego. Akceptacja tej koncepcji pozwala bowiem uznać za stabilny taki system, w którym nie wszystkie elementy funkcjonują bez zastrzeżeń, co więcej chwilowe nieprawidłowe funkcjonowanie jednego z elementów może mieć pozytywny („oczyszczający”) wpływ na cały system.

wej, mają bezpośrednie praktyczne zastosowanie, jednak sama definicja budzi wątpliwości, w szczególności w odniesieniu do „satysfakcjonującego sposobu” wypełniania funkcji przez system. Autor nie wyjaśnia bowiem, co rozumie pod tym pojęciem, ani w jaki sposób dokonać ewentualnego pomiaru tej cechy.

Wśród proponowanych w literaturze ujęć stabilności finansowej wskazać można również koncepcję opartą na pojęciu ryzyka systemowego. Samo określenie ryzyko systemowe wskazuje, że o stabilności i niestabilności finansowej należy mówić wyłącznie w odniesieniu do całego systemu finansowego lub licznej grupy jego elementów. Wśród zwolenników takiego ujęcia znaleźli się m.in. de Bandt i Hartmann (2000), którzy dokonali wielopłaszczyznowej analizy koncepcji ryzyka systemowego. Autorzy utożsamiają niestabilność finansową z wystąpieniem ryzyka systemowego, tj. ryzyka pojawienia się zdarzenia systemowego¹³. Jak się jednak wydaje, kluczowym elementem samej koncepcji ryzyka systemowego jest wystąpienie w sferze realnej negatywnych konsekwencji zdarzeń mających miejsce w systemie finansowym. Utożsamianie niestabilności finansowej – będącej przedmiotem konkretnych działań praktycznych – z wystąpieniem ryzyka systemowego, niesie ze sobą wiele problemów. Wątpliwości może budzić przede wszystkim szerokie i niejednoznaczne określenie przedmiotu badań (tj. ryzyko systemowe i źródła jego powstawania) oraz problemy terminologiczne związane z samym ryzykiem systemowym.

W ujęciu ogólnym natomiast stabilność finansową rozumie się najczęściej jako sytuację, w której nie występują poważne zaburzenia w funkcjonowaniu systemu finansowego (w realizowaniu podstawowych funkcji przez poszczególne elementy systemu finansowego, tj. rynki finansowe, instytucje finansowe i elementy infrastruktury systemu), które mogłyby niekorzystnie wpływać na funkcjonowanie gospodarki realnej (Sławiński 2011). Podobnie kwestię stabilności finansowej ujmują w same banki centralne (por. tabela 2).

¹³ Autorzy wprowadzili nowe ramy pojęciowe koncepcji ryzyka systemowego, w których zdefiniowali m.in. zdarzenie systemowe (w ujęciu węższym i szerszym), kryzys systemowy, wstrząs systemowy. Zdarzeniem systemowym określili takie zdarzenie, które wpływa na liczną grupę instytucji finansowych i rynki finansowe w ramach efektu drugiej rundy.

Tabela 2. Definiowanie stabilności finansowej przez wybrane banki centralne

Bank centralny	Definicja stabilności finansowej (źródło)
Bank Rezerwy Australii	Stabilnym systemem finansowym jest taki system, w którym pośrednicy finansowi, rynki i infrastruktura tego rynku wspierają sprawny przepływ środków pomiędzy oszczędzającymi i inwestorami i – w ten sposób – wspierają wzrost aktywności gospodarczej. <i>A stable financial system is one in which financial intermediaries, markets and market infrastructure facilitate the smooth flow of funds between savers and investors and, by doing so, help promote growth in economic activity</i> (strona internetowa banku).
Bank Austrii	Stabilność finansowa oznacza, że system finansowy – pośrednicy finansowi, rynki finansowe i infrastruktura finansowa – jest w stanie zapewnić efektywną alokację środków finansowych i wypełnia swoje podstawowe funkcje makroekonomiczne, nawet w sytuacji wystąpienia nierównowagi finansowej i wstrząsów. W warunkach stabilności finansowej, podmioty gospodarcze mają zauważanie do systemu bankowego i mają łatwy dostęp do usług finansowych, takich jak płatności, kredyty, depozyty i zarządzanie ryzykiem. <i>Financial stability means that the financial system – financial intermediaries, financial markets and financial infrastructures – is capable of ensuring the efficient allocation of financial resources and fulfilling its key macroeconomic functions even if financial imbalances and shocks occur. Under conditions of financial stability, economic agents have confidence in the banking system and have ready access to financial services, such as payments, lending, deposits and hedging</i> (strona internetowa banku).
Narodowy Bank Belgii	Sytuacja, w której prawdopodobieństwo przerwania ciągłości lub wystąpienia zakłóceń w funkcjonowaniu system finansowego jest niskie, lub – w przypadku wystąpienia takich zakłóceń – ich wpływ na gospodarkę jest ograniczony. <i>A situation where the probability of discontinuity or disruption of the operation of the financial system is low or, if such disruptions should occur, where their impact on the economy would be limited</i> (projekt ustawy regulującej działania banku centralnego w ramach nadzoru makroostrożnościowego).
Centralny Bank Islandii	Stan, w którym nie występują zakłócenia w funkcjonowaniu system finansowego i istnieje wysoki stopień zaufania co do ich niewystąpienia w przyszłości, a w sytuacji wystąpienia takich zakłóceń, wpływ zdarzeń w systemie finansowym na gospodarkę realną jest minimalizowany. <i>A state in which there are no and there is confidence that there are likely to be no substantial discontinuities or disruptions in the functioning of the financial system and in which, should such disturbances occur, their impact on the financial system and real economy is minimized</i> (strona internetowa banku).
Bank Holandii	Stabilny system finansowy to taki, który jest zdolny do efektywnego alokowania środków finansowych i absorbowania szoków, chroniąc przed ich negatywnym wpływem na gospodarkę realną i inne systemy finansowe. <i>A stable financial system is capable of efficiently allocating resources and absorbing shocks, preventing these from having a disruptive effect on the real economy or on other financial systems</i> (strona internetowa banku).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez banki centralne.

Analizując wybrane definicje stabilności finansowej wykorzystywane przez banki centralne, należy podkreślić dominujące szerokie funkcjonalne ujęcie problematyki. Banki centralne najczęściej utożsamiają stabilność finansową z prawidłowym funkcjonowaniem instytucji, rynków i infrastruktury systemu finansowego oraz z brakiem materializacji ryzyka systemowego w sferze realnej gospodarki. Tak szerokie ujęcie problematyki rodzi określone konsekwencje w praktyce. Należy je odnieść przede wszystkim do problemu operacjonalizacji celu czy zadań banku centralnego w zakresie stabilności finansowej (por. rozdział 3 niniejszego opracowania).

1.3. *Miary accountability wykorzystywane w dotychczas prowadzonych badaniach*

Wychodząc od prostych, wręcz słownikowych, definicji odpowiedzialności demokratycznej¹⁴ wielu autorów podjęło próbę operacjonalizacji pojęcia w odniesieniu do działań banku centralnego. Podkreślić jednak należy odmienną perspektywę badawczą w prezentowanych poniżej próbach operacjonalizacji pojęcia *accountability*, gdyż uwaga autorów koncentrowała się na polityce pieniężnej, jako głównej domenie banku centralnego.

Pierwszą miarę zaproponowali Briault *et al.* (1996) i uwzględniała ona cztery kryteria ‘pomiaru’ odpowiedzialności demokratycznej banku centralnego, zdefiniowane w formie pytań:

- 1) czy bank centralny podlega zewnętrznemu monitoringowi ze strony parlamentu,
- 2) czy są publikowane protokoły z posiedzeń, na których zapadają decyzje związane z prowadzeniem polityki pieniężnej,
- 3) czy są publikowane raporty o inflacji lub raporty o polityce pieniężnej,
- 4) czy istnieje mechanizm pozwalający rządowi modyfikować decyzję banku centralnego (*override mechanism*).

Kolejną, zdecydowanie bardziej szczegółową, próbę operacjonalizacji zagadnienia odpowiedzialności demokratycznej podjęli De Haan *et al.* (1999), którą

¹⁴ Por. np. definicję zaproponowaną przez Briault *et al.* (1996), zgodnie z którą *accountability* oznacza ‘zobowiązanie do rozliczenia się z lub do wyjaśnienia skutków podjętych działań, odpowiedzialność za coś’.

następnie w badaniach empirycznych wykorzystali m.in. De Haan i Eijffinger (2000), Sousa (2002) oraz Eijffinger i Hoeberichts (2002).

Tabela 3. Miara odpowiedzialności demokratycznej De Haana *et al.* (1999)

Wymiary odpowiedzialności demokratycznej	Tak	Nie
1) jednoznaczne zdefiniowanie i hierarchia celów polityki pieniężnej		
– czy cele polityki pieniężnej są określone przez prawo	1	0
– czy jest jasno określona hierarchia celów	1	0
– czy cele są jasno i jednoznacznie zdefiniowane	1	0
– czy cele zostały określone ilościowo	1	0
2) przejrzystość w odniesieniu do rzeczywiście prowadzonej polityki pieniężnej		
– czy bank centralny jest zobowiązany publikować raporty o inflacji	1	0
– czy protokoły z posiedzeń organu decyzyjnego banku centralnego są publikowane w rozsądnym czasie	1	0
– czy bank centralny jest zobligowany do publicznego wyjaśnienia w jakim zakresie był w stanie zrealizować cele	1	0
3) ostateczna odpowiedzialność za prowadzoną politykę pieniężną		
– czy bank centralny jest monitorowany przez parlament (czy istnieje obowiązek przedkładania parlamentowi sprawozdań i wyjaśnień – innych niż raport roczny)	1	0
– czy rząd ma prawo udzielać instrukcji bankowi centralnemu	1	0
– czy istnieje procedura umożliwiająca skorzystanie z mechanizmu modyfikującego decyzje banku centralnego przez rząd	1	0
– czy bank centralny ma możliwość odwołania się od instrukcji udzielonej przez rząd	1	0
– czy ustawa o banku centralnym może być zmieniona zwykłą większością głosów	1	0
– czy rezultaty działania w przeszłości mogą być podstawą zdymisjonowania prezesa banku centralnego	1	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie De Haana *et al.* (1999).

De Haan *et al.* (1999) wyróżnili trzy główne wymiary odpowiedzialności demokratycznej:

- 1) decyzji odnośnie jednoznacznego zdefiniowania i hierarchii celów polityki pieniężnej,
- 2) przejrzystości w odniesieniu do rzeczywiście prowadzonej polityki pieniężnej,

- 3) określenia, na kim spoczywa ostateczna odpowiedzialność za prowadzoną politykę pieniężną.

Każdy z wymienionych wymiarów odpowiedzialności demokratycznej został przez autorów uszczegółowiony za pomocą dodatkowych zmiennych (por. tabela 3).

Tabela 4. Miara odpowiedzialności demokratycznej i przejrzystości Bini-Smaghi’ego i Grosa (2000)

Wymiary odpowiedzialności demokratycznej
1) odpowiedzialność demokratyczna <i>ex ante</i>
– jasno i jednoznacznie zdefiniowany cel stabilności poziomu cen
– ogłaszanie celu operacyjnego
– ogłaszanie celu pośredniego
– ogłaszanie wskaźników służących ocenie polityki pieniężnej
– wyjaśnienie, jak cele banku centralnego wpływają na inne dziedziny polityki gospodarczej i inne cele
2) odpowiedzialność demokratyczna <i>ex post</i>
– publikowanie danych na temat celów pośrednich (i/ lub wyjaśnianie ewentualnych odchyleń)
– publikowanie prognoz inflacyjnych i odchyleń od przyjętego celu
– wyjaśnianie najważniejszych instrumentów polityki pieniężnej i czynników, które je determinują
– wyjaśnianie, jak instrumenty polityki pieniężnej wpływają na inne dziedziny polityki gospodarczej
3) procedury
– regularne publikowanie raportów prezentujących kwestie wymienione w punkcie 1) i 2)
– udział władz banku centralnego w debatach parlamentarnych nad polityką pieniężną
– uczestnictwo przedstawiciela rządu w spotkaniach organu decyzyjnego banku centralnego (w roli obserwatora)
– publikowanie streszczeń protokołów z posiedzeń organu decyzyjnego banku centralnego
– publikowanie szczegółowych protokołów z posiedzeń organu decyzyjnego banku centralnego
– ujawnianie przebiegu głosowań członków organu decyzyjnego banku centralnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bini-Smaghi, Gros (2000).

Trzecią miarę odpowiedzialności demokratycznej (i przejrzystości) zaproponowali Bini-Smaghi i Gros (2000). Warto podkreślić, iż w pierwotnej wersji nie tyle stworzyli oni numeryczną miarę *accountability*, ile dostarczyli struktury przydatnej w procesie jakościowego szacowania odpowiedzialności demokratycznej banku cen-

tralnego. W tym celu wyróżnili piętnaście kryteriów podzielonych na trzy grupy (por. tabela 4):

- 1) odpowiedzialność demokratyczna *ex ante*,
- 2) odpowiedzialność demokratyczna *ex post*,
- 3) procedury.

Zmodyfikowana wersja miary odpowiedzialności demokratycznej zaproponowana przez Bini-Smaghi'ego i Grosa (2001) ma charakter numeryczny i mocno odbiega od ich pierwotnej propozycji (por. tabela 5). Jednocześnie warto zwrócić uwagę na znacznie większą, niż w propozycji De Haana *et al.* (1999), szczegółowość elementów uwzględnionych do szacowania odpowiedzialności banku centralnego.

Tabela 5. Zmodyfikowana miara odpowiedzialności demokratycznej i przejrzystości Bini-Smaghi'ego i Grosa (2001)

Wymiary odpowiedzialności demokratycznej
<i>Cel (cele) polityki pieniężnej</i>
– zdefiniowanie podstawowego celu polityki 2 – jeśli stabilność cen jest jasno zdefiniowanym podstawowym celem 1 – jeśli stabilność cen jest celem, ale nie jest to jasno zdefiniowane 0 – w pozostałych przypadkach
– mierzalność celu 2 – jeśli cel numeryczny został określony w akcie prawnym, na podstawie którego działa bank 1 – jeśli cel numeryczny został określony przez sam bank 0 – jeśli cel numeryczny nie został sprecyzowany
<i>Strategia polityki pieniężnej</i>
– Ogłoszenie strategii polityki pieniężnej (cel operacyjny polityki) 2 – jeśli strategia polityki pieniężnej została ogłoszona 0 – w innym przypadku
– Ogłoszenie celu pośredniego polityki pieniężnej 2 – jeśli cel pośredni polityki pieniężnej został ogłoszony 0 – w innym przypadku
– Ogłoszenie wskaźników służących ocenie adekwatności polityki pieniężnej 2 – jeśli bank ogłosił zestaw wskaźników wraz z ich poziomem 1 – jeśli ogłoszenie wskaźników ma charakter bardziej ogólny 0 – jeśli nie zostały ogłoszone wskaźniki
<i>Publikowanie danych, modeli i prognoz</i>
– Modele makroekonomiczne wykorzystywane przez bank centralny 2 – jeśli modele zostały podane do wiadomości publicznej 1 – jeśli informacje o modelu można wywnioskować z nieformalnych dyskusji 0 – w innym przypadku

– Dane dotyczące celów i wskaźników 2 – jeśli publikowane są dane nt. celów pośrednich i wskaźników 0 – w innym przypadku
– Prognozy inflacyjne 2 – jeśli publikowane są prognozy inflacyjne wykorzystywane następnie przez bank w procesie podejmowania decyzji 1 – jeśli publikowane są projekcje inflacji nie „zakontraktowane” przez organ decyzyjny banku 0 – jeśli nie są publikowane prognozy inflacyjne
<i>Strategia komunikowania przez bank centralny</i>
– Przesłuchania w Parlamencie 2 – jeśli mają miejsce przesłuchania przed Parlamentem 0 – w innym przypadku
– Częstotliwość publikowania raportów przez bank 2 – miesięcznie 1 – kwartalnie 0 – rocznie
– Częstotliwość organizowania konferencji prasowych 2 – miesięcznie 1 – kwartalnie 0 – w innym przypadku
– Częstotliwość publikowania informacji prasowych 2 – regularnie 1 – okazjonalnie 0 – w innym przypadku
– Częstotliwość wydawania oświadczeń nt. przyszłych działań banku 2 – regularnie 1 – okazjonalnie 0 – w innym przypadku
– Publikowanie protokołów z posiedzeń organów decyzyjnych banku 2 – jeśli protokoły publikowane są w szybkim terminie po spotkaniu organu decyzyjnego 0 – w innym przypadku
– Publikowanie sposobu głosowania członków organu decyzyjnego 2 – jeśli informacje na ten temat są publikowane 0 – w innym przypadku

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bini-Smaghi, Gros (2001).

Z kolei Hughes-Hallet i Libich (2006) , dążąc do oddzielenia kwestii przejrzystości i odpowiedzialności demokratycznej, zaproponowali pomiar tej ostatniej zmiennej wyłącznie poprzez tzw. ‘ostateczną odpowiedzialność’ banku centralnego, wykorzystując element zaproponowane wcześniej przez De Haana *et al.* (1999).

Omówione wyżej miary odpowiedzialności demokratycznej stworzono przede wszystkim w celu prowadzenia badań i międzynarodowych porównań, jednak ich praktyczne wykorzystanie jest mocno ograniczone. Główną zaletą prezen-

towanych miar jest operacjonalizacja pojęcia *accountability* oraz próba uchwycenia różnorodności poszczególnych rozwiązań. Wszystkie obejmują podobne elementy w odniesieniu do oceny dotyczącej ustalania i ogłaszania celów polityki pieniężnej oraz ujawniania informacji ważnych z punktu widzenia prowadzenia tejże polityki, a różnice można dostrzec w zestawieniu narzędzia sprawowania kontroli demokratycznej. Niezależnie od zarzutów formułowanych pod adresem zaproponowanych miar odpowiedzialności demokratycznej, stanowią one podstawę dla zaproponowanego w niniejszym opracowaniu wskaźnika *accountability* w zakresie działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej.

Problem optymalnego poziomu *accountability* częściowo rozwiązuje zasada zgodnie z którą, większej niezależności banku centralnego powinna towarzyszyć większa liczba narzędzi demokratycznej kontroli pozostająca do dyspozycji społeczeństwa. Charakterystyczne jest również to, że bank centralny tylko wówczas będzie odpowiedzialny demokratycznie, gdy będzie jednocześnie prowadził optymalnie przejrzystą politykę, prowadzącą – szczególnie w obliczu kryzysu – do lepszego zrozumienia działań władz monetarnych przez społeczeństwo.

Znaczenie *accountability* w zakresie stabilności finansowej zostało natomiast uzasadnione dodatkowo wynikami badań empirycznych w zakresie związków pomiędzy jakością środowiska regulacyjnego i jego funkcjonowania (*regulatory governance*) a stabilnością systemu finansowego (Barth *et al.*, 2002; Das *et al.*, 2003; Neyapti, Dincer, 2004).

2. Działania banków centralnych na rzecz stabilności finansowej¹⁵

2.1. *Stabilność finansowa a stabilność cen jako cele polityki banku centralnego*

Bank centralny jest instytucją, która określa i realizuje politykę pieniężną jako jedną z dziedzin polityki gospodarczej kraju. W literaturze różnie definiuje się politykę pieniężną¹⁶, jednak większość definicji określa ją jako działalność banku centralnego, który wykorzystując różne instrumenty wpływa na kształtowanie się obiegu pieniężnego oraz utrzymanie stabilności pieniądza. Współcześnie powszechnie akceptowanym celem polityki pieniężnej jest stabilność cen (Kokoszczyński, 2004, s. 109).

Coraz częściej jednak twierdzi się, że również stabilność finansowa jest, obok stabilności cen, celem działań banku centralnego (BIS, 1997, s. 140-160; Mishkin, 2000, s. 10-13; Schinasi, 2003; Ferguson, 2004). Icard (2003, s. 228) pisze wręcz o „bliźniaczych celach” banku centralnego: stabilności cen i stabilności finansowej. Takie określenie wskazywałoby na silne wzajemne uwarunkowanie stabilności finansowej i stabilności cen oraz możliwość wykorzystywania tych samych instrumentów w realizacji tak sformułowanych celów.

W obliczu wzrostu znaczenia stabilności finansowej jako jednego z celów banku centralnego zasadne wydaje się zbadanie, czy występuje zależność między polityką pieniężną a stabilizowaniem systemu finansowego oraz jaki jest jej wymiar (por. tabela 6). Odpowiedź na tak sformułowane zadanie badawcze, pozwoli również dowiedzieć czy i kiedy uzasadnione jest tworzenie całkowicie nowej perspektywy badawczej (tj. perspektywy stabilności finansowej, obok stabilności cen) w zakresie jakościowych aspektów polityki banku centralnego (niezależność, wiarygodność, odpowiedzialność demokratyczna i przejrzystość)?

Wpływ polityki pieniężnej banku centralnego na stabilność systemu finansowego należy postrzegać przede wszystkim z punktu widzenia korzyści wynikających z niskiej inflacji zarówno dla systemu finansowego, jak też całej gospodarki.

¹⁵ Pierwotna wersja tego rozdziału ukazała się w Banku i Kredycie w 2011 r. W niniejszym opracowaniu uległ on znacznemu zmodyfikowaniu i uaktualnieniu.

¹⁶ Acocella (2002, s. 222) określa politykę pieniężną jako oddziaływanie na płynność systemu gospodarczego za pośrednictwem zmian bazy monetarnej i (lub) stóp rezerw obowiązkowych. Z kolei według Friedmana (2000, s. 3) polityka pieniężna (obok polityki fiskalnej) jest jednym z narzędzi regularnego wpływania państwa na tempo i kierunek ogólnej aktywności gospodarczej, włączając w to nie tylko poziom zagregowanej produkcji i zatrudnienia, lecz także tempo wzrostu i spadku cen.

Przykładowo Wilczyński (2000, s. 166) wskazuje m.in. następujące korzyści z niskiej i stabilnej inflacji:

- stabilność pieniądza wydłuża horyzont czasowy podejmowanych decyzji i umożliwia tym samym trafny rachunek ekonomiczny przedsięwzięć (szczególnie długookresowych),
- stabilny pieniądz oznacza także z reguły dobry, przejrzysty rynek, wymuszający wyższą jakość oferty,
- niska stopa inflacji powoduje, że kredyt jest tańszy, przez co zwiększa się skłonność do inwestowania.

Stabilność cen zwiększa zatem stabilność systemu finansowego (ale nie gwarantuje jej). Zdaniem Goodfrienda (2001, s. 144, 146), niska, niezmieniająca się gwałtownie stopa inflacji zmniejsza wrażliwość cyklu koniunkturalnego na zmiany cen aktywów, stanowiących jedną z głównych przyczyn wahań w systemie finansowym. Z kolei według Mishkina (1997, s. 55-96) stabilny poziom cen sprzyja wolniejszemu rozprzestrzenianiu się kryzysu finansowego. Dzieje się tak dlatego, że w sytuacji stabilnego poziomu cen przeważają długoterminowe kredyty zaciągane w walucie krajowej. W sytuacji wysokiej i zmiennej stopy inflacji dominują natomiast kredyty krótkoterminowe, zaciągane w obcych walutach lub indeksowane wobec nich (por. Mishkin, 1997, s. 55-96). Podobny pogląd reprezentują Borio i Lowe (2002, s. 18); podkreślają, że niski i stabilny wskaźnik inflacji sprzyja stabilności finansowej, a nagłe zmiany tempa inflacji zazwyczaj zwiększają podatność na kryzysy.

Wszystkie omówione korzyści dla systemu finansowego i gospodarki wynikające ze stabilnego kształtowania się cen bezpośrednio przyczyniają się do stabilności systemu finansowego, przez kształtowanie stabilnego otoczenia systemu finansowego oraz poprawę efektywności funkcjonowania rynków i instytucji finansowych. Ekonomści i politycy gospodarczy wydają się zatem zgodni co do udziału banku centralnego w zapewnieniu stabilności systemu finansowego, przede wszystkim przez prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej. Rodzi się jednak pytanie, czy skuteczne działania banku centralnego w sferze polityki pieniężnej są warunkiem wystarczającym czy tylko koniecznym stabilności finansowej.

W rozważaniach na temat wpływu polityki pieniężnej na stabilność systemu finansowego pojawia się pytanie o negatywny wymiar tej relacji, tj. czy nieskuteczna polityka pieniężna stanowi zagrożenie dla stabilności systemu. W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na koszty inflacyjne i ich potencjalny wpływ na stabilność systemu. Najczęściej są one analizowane jako koszty ekonomiczne i społeczne. Ekonomiczne koszty inflacyjne odnoszą się do zaburzeń w alokacji kapitału, tzw. kosztów zdartych zelówek, kosztów zmiany cenników oraz występowania zaburzeń w systemie finansowym. Stanowią one zagrożenie dla funkcji realizowanych przez system finansowy, a tym samym mogą powodować zachwianie stabilności finansowej. Koszty społeczne utożsamia się natomiast ze zmianą redystrybucji dochodów – transfer majątku między wierzycielem a dłużnikiem, między pokoleniami oraz podmiotami o różnym podejściu do ryzyka (por. Kokoszczyński, 2004, s. 110-122; Viñals, 2001, s. 113-157; Issing, 2001, s. 179-202). Redystrybucja taka z kolei przyczynia się do zwiększenia niestabilności w systemie finansowym w związku z nasileniem się upadłości i pogorszeniem jakości portfeli kredytowych banków.

Sinclair (2001, s. 14) wskazuje jeszcze inną relację między stabilizowaniem systemu finansowego a polityką pieniężną, którą wiąże ze sposobem ustanawiania przez bank centralny wysokości krótkoterminowych stóp procentowych. Nagłe zmiany tych stóp zwiększają niepewność na rynkach finansowych, wpływają na nasilenie się zjawiska upadłości, a następnie na pogorszenie bilansów banków. Efekt ten jest tym silniejszy, im częściej decyzje te są zbyt gwałtowne i spóźnione.

Goodfriend (1998, s. 19) z kolei podkreśla, że ważnym czynnikiem decydującym o negatywnym wpływie zaostrzenia polityki pieniężnej na stabilność systemu finansowego jest mała wiarygodność banku centralnego oraz skokowe prowadzenie polityki pieniężnej. Można zatem uznać, że utrzymanie przez wiarygodny bank centralny niskiej inflacji ułatwia elastyczną reakcję na zagrożenie kryzysem finansowym, bez jednoczesnego zagrożenia zwiększeniem presji inflacyjnej.

Tabela 6. Relacje między polityką pieniężną a stabilizowaniem systemu finansowego

	Stabilność finansowa	Stabilność cen
Skuteczna polityka pieniężna	+	
Nieskuteczna polityka pieniężna	–	
Stabilny system finansowy		+
Niestabilny system finansowy		–

Objaśnienia:

- + wpływ pozytywny.
– wpływ negatywny.

Źródło: opracowanie własne.

Mówiąc o oddziaływaniu stabilności finansowej na politykę pieniężną, należy podkreślić, że oddziaływanie to również ma charakter pozytywny, jak i negatywny. Stabilny system finansowy warunkuje prawidłowe funkcjonowanie kanałów transmisji polityki pieniężnej (Schinasi 2005, s. 137). Ponadto stabilne i efektywne rynki finansowe pozytywnie oddziałują na politykę pieniężną w związku z poprawą dostępności i jakości informacji płynących z rynku.

Negatywny wpływ braku stabilności finansowej na politykę pieniężną wiązany jest przede wszystkim z obniżeniem efektywności mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej. Przykładowo, redukcja stóp procentowych może znacznie słabiej oddziaływać na krajowe stopy rynkowe z powodu rosnącej premii za ryzyko (która znajduje odzwierciedlenie w braku reakcji stóp procentowych) lub nasilenia zjawiska racjonowania kredytu (por. Papademos 2006). W skrajnym przypadku brak reakcji rynkowych stóp procentowych i brak poprawy warunków na rynku kredytowym, mogą spowodować, że na skutek stopniowych obniżek stopy procentowe banku centralnego zbliżą się do zera (szerzej zob. Issing 2001; Wyplosz 2001; Jurek 2004).

Dotychczasowe rozważania dotyczyły kształtowania się relacji pomiędzy stabilnością finansową a polityką pieniężną w długim okresie, w którym oba cele są zbieżne¹⁷. Coraz częściej autorzy (w szczególności ekonomiści z Banku Rozrachun-

¹⁷ Zbieżność celu stabilności cen i stabilności finansowej w długim okresie stanowi jedną z przesłanek uznania, że bank centralny jest właściwą instytucją stabilizującą system finansowy, na co wskazują nawet przeciwnicy akceptacji stabilności finansowej jako jednego z celów działania banku centralnego. Zob. np. Issing (2003).

ków Międzynarodowych w Bazylei) dostrzegają jednak możliwość wystąpienia konfliktu między stabilnością finansową a stabilnością cen w krótkim okresie. W związku z tym przestrzegają przed nadmiernym koncentrowaniem polityki banku centralnego na krótkoterminowym celu stabilności cen, gdyż strategia taka może mieć negatywne konsekwencje w perspektywie długoterminowej (Borio, Lowe, 2002; Borio *et al.*, 2003; Borio, 2005; White, 2006; Leijonhufvud, 2007). Na swoistą wymienność pomiędzy stabilnością finansową i stabilnością cen w krótkim okresie zwracają również uwagę – na podstawie doświadczeń trwającego kryzysu – de Grauwe, Gros (2009) i Geraats (2010). Ekonomiści ci wskazują konkretne rodzaje szoków, wobec których można mówić o pojawieniu się krótkookresowej wymienności pomiędzy stabilnością cen a stabilnością systemu finansowego, a są nimi szok podaży oraz tzw. ‘*sentiment*’ szok.

Stabilność cen i stabilność finansowa stanowią dla siebie warunki konieczne, aczkolwiek niewystarczające¹⁸. Błędne jest traktowanie stabilności finansowej jako „produktu ubocznego” stabilności pieniądza¹⁹. Odporność systemu finansowego tylko w ograniczonym stopniu jest efektem korzyści osiąganych z niskiej i stabilnej inflacji. Dobitym tego przykładem jest trwający kryzys finansowy, który nastąpił w warunkach niskiej i stabilnej inflacji w krajach wysoko rozwiniętych.

Jak już podkreślano, zagrożenie stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny jest współcześnie przedmiotem kontrowersji. Zasadne wydaje się więc przybliżenie poglądów czołowych ekonomistów zajmujących się tą problematyką. Pozwoli to na zestawienie argumentów za zaangażowaniem banku centralnego w proces stabilizowania systemu finansowego i przeciw jego uczestnictwu²⁰.

Prezentowane w literaturze poglądy na temat zaangażowania banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego są skrajnie odmienne. Bank centralny ma szeroki wybór możliwości – od przyjęcia stabilności cen jako jedyne go celu do zaakceptowania celu stabilności finansowej i reagowania na sygnały o zagrożeniu

¹⁸ Historia dostarcza licznych przykładów na potwierdzenie tej tezy, np. kryzys w Japonii na początku lat 90. ubiegłego wieku czy w krajach Azji Południowo-Wschodniej pod koniec lat 90., upadek funduszu hedgingowego LTCM i kryzys w Rosji w 1998 r. Szerzej na ten temat zob. White (2006).

¹⁹ Pogląd taki wyrażają m.in. Bordo *et al.* (2000, s. 27): „(...) a monetary regime that produces aggregate price stability will, as a by-product, tend to promote stability of the financial system”.

²⁰ W ramach dyskusji na temat stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny szczególnie aktualna pozostaje kwestia zmian cen aktywów i związanego z tym niebezpieczeństwa wystąpienia bąbli spekulacyjnych (Kaufman 1998; Vickers, 1999; Bernanke, Gertler, 2000; Vermeulen, Gompel, 2003).

tej stabilności nawet kosztem krótkookresowych zmian w realizacji celu stabilności cen. Teoretycznych podstaw tych rozwiązań dostarczyli Svensson (2003) – autor podejścia określanego mianem „ściśłego reżimu celu inflacyjnego” (*strict inflation targeting regime*)²¹ – oraz Borio i Lowe (2002, s. 22) – twórcy podejścia określanego mianem aktywnego, wyprzedzającego (*activist, preemptive approach*)²².

Zaangażowanie banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego można analizować z perspektywy: realizacji podstawowego celu banku centralnego, funkcjonalnej oraz operacyjnej. W tabeli 7 zestawiono poglądy odnoszące się do każdego z tych ujęć.

Argumentem za stabilizowaniem systemu finansowego, odnoszącym się do realizacji podstawowego celu banku centralnego, jest twierdzenie o silnej zależności skuteczności polityki pieniężnej od stabilności systemu finansowego. Welteke (2000), pełniąc funkcję prezesa Bundesbanku, zwrócił uwagę, że coraz częściej akceptuje się, iż bank centralny powinien mieć za zadanie zapewnienie stabilności całego systemu finansowego. Za podstawowy powód uznał, że dobrze funkcjonujący system finansowy jest warunkiem wstępnym (i koniecznym) ochrony stabilności pieniądza bez zagrożenia dla rozwoju gospodarki. Konieczne jest zatem stabilizowanie systemu finansowego przez bank centralny. Dodatkowym argumentem jest znaczenie sektora bankowego w transmisji impulsów polityki pieniężnej. Niestabilne i źle funkcjonujące banki mogą zniekształcić sygnał, którym jest wysokość stóp procentowych ustalanych przez władze monetarne (Kraft, 2001). Ponadto przyjmuje się, że zaangażowanie banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego było jego pierwotnym (wobec polityki pieniężnej i dbałości o stabilność cen) zadaniem i jednocześnie istotnie przyczyniło się do powstania wielu banków centralnych (Volcker 1984, s. 547-557)²³.

²¹ Warto zwrócić uwagę na nieco odmienne stanowisko, które zaprezentował później Svensson (2012). Uznał on bowiem, że stabilności finansowej jako celu nie można przypisać realizowanej przez banki centralne polityce pieniężnej, co jednocześnie nie oznacza, że celu tego nie można przypisać bankom centralnym. Zdaniem autora, jest to możliwe, a wręcz celowe w sytuacji, w której bank centralny posiada kompetencje i instrument w ramach nadzorowania i regulowania instytucji i rynków finansowych.

²² Pogląd ten wydaje się przeważać w publikacjach takich opiniotwórczych czasopiśmie, jak np. *The Economist*.

²³ Volcker (1984) wskazuje trzy zasadnicze funkcje w zakresie stabilizowania systemu finansowego przez Fed, tj.: regulowanie i nadzorowanie systemu płatniczego, występowanie Fed jako źródła płynności dla gospodarki, jak również operacje dyskontowe oraz działalność regulacyjną głównych sektorów rynku finansowego i nadzór nad nimi.

Tabela 7. Argumenty za stabilizowaniem systemu finansowego przez bank centralny i przeciw temu

	Argumenty za stabilizowaniem systemu finansowego przez bank centralny	Argumenty przeciwko stabilizowaniu systemu finansowego przez bank centralny
Realizacja podstawowego celu banku centralnego	Stabilność systemu finansowego jest warunkiem powodzenia działań banku centralnego w zakresie polityki pieniężnej.	Stabilizowanie systemu finansowego przez bank centralny jest zagrożeniem dla realizacji podstawowego celu banku centralnego. Utrudnienia w uzyskaniu społecznej akceptacji dla działań banku centralnego (w ujęciu ekonomii politycznej).
Ujęcie funkcjonalne	Bank centralny jest jedyną instytucją mogącą dostarczyć prawny środek płatniczy dla gospodarki w terminach i kwotach niezbędnych w sytuacji kryzysowej. Pierwotnym celem banku centralnego była dbałość o stabilne i płynne funkcjonowanie systemu finansowego i płatniczego. Bank centralny jest odpowiedzialny za sprawne i płynne funkcjonowanie systemu płatniczego i rozliczeniowego.	Realizacja funkcji banku centralnego powinna być podporządkowana wyłącznie osiągnięciu jego celu podstawowego.
Ujęcie operacyjne	Jeden ośrodek decyzyjny i brak procedury parlamentarnej zwiększają skuteczność działań stabilizacyjnych. Krótkie opóźnienia wewnętrzne polityki sprzyjają terminowemu podejmowaniu niezbędnych działań stabilizacyjnych.	Rozszerzenie celów banku centralnego nie jest związane ze wzrostem liczby narzędzi (tzw. reguła Tinbergena). W przypadku uznania stabilności finansowej za cel banku centralnego należy przyporządkować określone narzędzia realizacji tego celu (tzw. reguła Mundella). Stabilność systemu finansowego nie spełnia podstawowych warunków, jakie powinien spełniać cel banku centralnego.

Źródło: opracowanie własne.

Autorzy przeciwni zaangażowaniu banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego skupiają się w szczególności na groźbie zmniejszenia skuteczności polityki pieniężnej (m.in. Svensson, 2003; Trichet, 2005). Argumentu przeciwko bezpośredniemu stabilizowaniu systemu finansowego przez bank centralny dostarcza również Schwartz (1995, s. 21-25). Na podstawie badania epizodów niestabilności finansowej autorka ta zidentyfikowała podstawową, jej zdaniem, przyczynę owej niestabilności, za którą uznała zmiany w poziomie inflacji. Rezultatem badań przeprowadzonych przez Schwartz jest teza o konieczności skoncentrowania polityki banku cen-

tralnego na utrzymaniu stabilności cen. Dzięki takiemu podejściu bank centralny najlepiej przyczynia się do stabilizowania systemu finansowego. Należy podkreślić, że wiele badań empirycznych dotyczących okresów niestabilności finansowej potwierdzają tezę Schwartz (Demirgüç-Kunt, Detragiache, 1997; Hardy, Pazarbaşıoğlu, 1999, s. 247-258; Bordo *et al.*, 2000). O ile jednak Schwartz (1995) przekonuje, że stabilność cen jest warunkiem wystarczającym stabilności finansowej, o tyle inni ekonomiści są znacznie ostrożniejsi i uznają, że stabilność cen jedynie przyczynia się do stabilności systemu finansowego (por. Bordo, Wheelock, 1998, s. 41-62).

W literaturze przedmiotu często występuje również pogląd, że stabilizowanie systemu finansowego jest naturalnym zadaniem banku centralnego (Volcker, 1984, s. 547-557; Ferguson, 2003, s. 208; Schinasi, 2003, s. 5-9). Po pierwsze, bank centralny jest jedynym źródłem prawnych środków płatniczych dla gospodarki. Po drugie, odgrywa zasadniczą rolę w zapewnianiu sprawnego funkcjonowania krajowego systemu płatniczego. Przegląd literatury pozwala wskazać również inną, silnie ugruntowaną w teorii i praktyce, podstawę zaangażowania banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego, a mianowicie dostarczanie przez ten bank płynności. Pieniądz banku centralnego okazuje się bowiem najbardziej cennym i pewnym środkiem rozliczeniowym w okresie kryzysu, kiedy zaufanie do możliwości banków komercyjnych jest zachwiane²⁴. Ponadto uważa się, że bank centralny jest jedyną instytucją publiczną, która jest w stanie działać tak szybko i dostarczać tak znaczące kwoty środków płynnych (Padoa-Schioppa, 2003, s. 274).

Uważa się, że zaangażowanie banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego jest korzystne również ze względów organizacyjnych. Można bowiem przyjąć, że na skuteczność działań stabilizujących istotny wpływ ma m.in. możliwość prowadzenia elastycznej polityki. Przewaga banku centralnego (np. w porównaniu z rządem) wynika tu m.in. z krótkiego opóźnienia wewnętrznego jego polityki²⁵. Banki centralne, szczególnie w krajach rozwiniętych, dysponują dużą niezależnością polityczną i funkcjonalną (Wojtyna, 1998; Kowalski, 2000, s. 9-22). Prowadząc bieżącą politykę – tj. określając ją, zatwierdzając i realizując – nie podlegają

²⁴ Było to szczególnie wyraźne w reakcji banków centralnych (m.in. Banku Anglii, EBC i Fed) na kryzys, który rozpoczął się na rynkach finansowych w sierpniu 2007 r.

²⁵ Opóźnienie wewnętrzne definiuje się jako czas między wystąpieniem zjawiska, które wymaga korekty a podjęciem decyzji o wykorzystaniu instrumentów polityki (por. Kowalski, 2001).

procedurze parlamentarnej (szerzej Kowalski, 2001, s. 86, 96 i nast.). Dla kształtowania elastycznej polityki banku centralnego podstawowe znaczenie ma również przyjęte w bankach centralnych rozwiązanie instytucjonalne, jakim jest jeden ośrodek decyzyjny, co pozwala na uniknięcie czasochłonnego koordynowania działań.

Argumenty przeciwko stabilizowaniu systemu finansowego przez bank centralny odnoszą się nie do samego podejmowania działań stabilizacyjnych, ale do kwestii formalnego obciążenia banku centralnego celem stabilności finansowej. Icard (2003, s. 225) podkreśla zasadniczy problem, który – jego zdaniem – uniemożliwia stabilizowanie systemu finansowego przez bank centralny. Stabilność finansowa nie ma bowiem podstawowych cech, którymi powinien się charakteryzować cel polityki realizowanej przez bank centralny – tzn. nie jest jasno zdefiniowany, łatwy do komunikowania oraz w pełni osiągalny. Innego argumentu dostarczają reguły Tinbergena (1956, s. 9 i nast.) i Mundella (1960, s. 227-257; 1962). Zgodnie z pierwszą z nich formalnemu obciążeniu banku centralnego celem stabilności finansowej musiałoby towarzyszyć zwiększenie zestawu instrumentów. Z kolei reguła Mundella (1960; 1962) podkreśla konieczność określenia relacji między celami a narzędziami, polegającej na podporządkowaniu określonych narzędzi określonym celom. Postulaty te wydają się niezmiernie trudne do spełnienia. Należy podkreślić, że przeciwnicy stabilizowania systemu finansowego przez bank centralny w zasadzie odwołują się wyłącznie do skuteczności polityki monetarnej i zagrożenia realizacji podstawowego celu banku centralnego.

Celem działania banku centralnego jest utrzymanie stabilności finansowej lub przywrócenie tej stabilności. Można zatem wyróżnić działania zapobiegawcze, korygujące oraz naprawcze. W tabeli 8 zestawiono najważniejsze typy działań wykorzystywanych przez banki centralne w stabilizowaniu systemu finansowego.

Tabela 8. Instrumenty stabilizowania systemu finansowego

Typy działań	Działania zapobiegawcze	Działania korygujące	Działania naprawcze
Regulacje finansowe	++	++	+
Nadzór finansowy ¹	++	++	+
Komunikacja (polityka informacyjna)	++	++	+
Dostarczenie płynności ²	–	++	++
Gwarantowanie depozytów	++	+	+
Polityka makroekonomiczna	++	++	+
Zarządzanie kryzysem	–	+	++
Koordinacja i wsparcie rozwiązań rynkowych	+	++	++

Objaśnienia:

++ pierwszorzędne instrumenty

+ drugorzędne instrumenty

– instrumenty niestosowane

¹ Pojęcie nadzoru finansowego odnosi się do nadzoru nad instytucjami i rynkiem finansowym oraz nad infrastrukturą systemu finansowego (np. nadzór nad systemem płatniczym i rozliczeniowym).

² Dostarczenie płynności polega na wsparciu poszczególnych instytucji finansowych (poprzez działanie pożyczkodawcy ostatniej instancji) oraz wsparciu rynku finansowego (za pomocą operacji rynkowych).

Źródło: opracowanie własne.

Wraz z narastaniem niestabilności w systemie finansowym banki centralne zmuszone są zmienić podejście do stabilizowania systemu. W miejsce przeciwdziałania niestabilności finansowej pojawiają się korygowanie sytuacji na rynku finansowym lub też, w skrajnym przypadku, naprawianie tej sytuacji. Konieczność podjęcia określonych działań stabilizujących bezpośrednio wpływa na wybór instrumentów stabilizowania (por. tabela 8). Problematyce instrumentów stabilizowania systemu finansowego poświęcona jest dalsza część niniejszego opracowania.

2.2. Zestaw instrumentów stabilizowania systemu finansowego

Polityka informacyjna banku centralnego

W ramach stabilizowania systemu finansowego ważnym instrumentem wykorzystywanym przez banki centralne jest polityka informacyjna. Znaczenie instrumentów komunikowania się banku centralnego z rynkiem należy postrzegać przez pryzmat

kanalu oczekiwań, który współcześnie jest jedną z najważniejszych form wpływania banku centralnego na rynki finansowe oraz podmioty na nich funkcjonujące.

Główne narzędzia polityki informacyjnej w wymiarze zapobiegawczym to:

- deklarowanie celu stabilizowania systemu finansowego,
- publikowanie raportów o stabilności finansowej,
- publikowanie komunikatów i publicznych przemówień władz banku.

Publiczne zadeklarowanie celu stabilizowania systemu finansowego może się odbyć dwojako. Po pierwsze, w formie zapisu w ustawie regulującej działanie banku centralnego lub w innym akcie prawnym. Po drugie, w formie publicznej deklaracji celu stabilizowania systemu finansowego w misji banku centralnego, a także w wypowiedziach przedstawicieli banku. W obu przypadkach deklaracja jest jasna i pozwala na stwierdzenie, że celem banku centralnego jest także stabilizowanie systemu finansowego. Deklarację celu stabilizowania systemu finansowego należy uznać za warunek wstępny skuteczności działań podejmowanych przez banki centralne. Analizując instytucjonalne podstawy działań stabilizacyjnych banków centralnych, warto zwrócić uwagę na zmiany będące konsekwencją trwającego kryzysu finansowego, m.in. nowe regulacje prawne w Wielkiej Brytanii. Nałożyły one na Bank Anglii w 2009 r. dodatkowy ustawowy cel, którym jest przyczynianie się do ochrony i wzmacniania stabilności systemu finansowego w Wielkiej Brytanii, oraz dały możliwość szybkiej interwencji w przypadku stwierdzenia problemów w banku komercyjnym przy jednoczesnym utrzymaniu w tajemnicy szczegółów pakietu ratunkowego. Innym przykładem jest wprowadzenie ustawy reformującej zasady funkcjonowania sektora finansowego w USA (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* z 21 lipca 2010 r.), w tym przede wszystkim powołanie do życia Rady ds. Nadzorowania Stabilności Finansowej (*Financial Stability Oversight Council, FSOC*)²⁶.

²⁶ W skład FSOC wchodzi Sekretarz Skarbu (jako przewodniczący) oraz prezesi (przewodniczący) ośmiu federalnych agencji regulujących sektor finansowy (w tym prezes Fed). Do zadań Rady należy m.in.: gromadzenie informacji na temat instytucji finansowych, monitorowanie systemu finansowego w celu identyfikacji potencjalnych źródeł ryzyka systemowego, proponowanie zmian regulacyjnych mających na celu wspieranie stabilności, konkurencyjności i efektywności amerykańskiego systemu finansowego, identyfikowanie luk prawnych w regulacjach mogących stanowić źródło ryzyka systemowego, ułatwienie wymiany informacji i koordynowanie działań podejmowanych przez regulatorów rynku finansowego. Rada nie ma więc bezpośrednich kompetencji w zakresie eliminowania źródeł ryzyka systemowego (poza kompetencjami określonymi w odrębnych aktach prawnych regulujących zadania i funkcje poszczególnych członków Rady).

Kolejnym narzędziem polityki informacyjnej jest systematyczne publikowanie raportów o stabilności finansowej (ang. *financial stability report*)²⁷. Brak wyraźnych międzynarodowych standardów²⁸ odnoszących się do tego rodzaju publikacji oraz jednolitego podejścia analitycznego do problemu stabilności systemu finansowego sprawiają, że nie wypracowano również jednolitej metodologii oceny raportów o stabilności finansowej²⁹. Udział raportów w stabilizowaniu systemu finansowego należy oceniać przez pryzmat wpływu na oczekiwania podmiotów funkcjonujących na rynku (np. brak analizy zjawisk w ujęciu *ex ante* sprawia, że raport ma wyłącznie charakter opisowy i retrospektywny, a jego treść w ograniczonym tylko zakresie może wpływać na zachowanie uczestników rynku). Najnowsze wyniki badań nt. wpływu publikowania raportów na stabilność systemu finansowego nie wskazują na istnienie bezpośredniego związku pomiędzy obydwoma zmiennymi (tj. samo publikowanie raportu nie zwiększa stabilności systemu finansowego). Jednocześnie, Čihák *et al.* (2012) wskazują występowanie związku między jakością raportów przygotowywanych przez banki centralne³⁰ a stabilnością finansową.

Należy zwrócić uwagę na podstawowe problemy, które mogą wynikać z publikowania raportów. Po pierwsze, uwzględnienie w raporcie analizy i oszacowania ryzyka, na które wystawione są ważne systemowo instytucje finansowe³¹, może prowadzić do wzrostu pokusy nadużycia ze strony tych instytucji oraz zmniejszenia skłonności do samodzielnego analizowania sytuacji i potencjalnych zagrożeń (por.

²⁷ W latach 1995-2012 liczba banków centralnych publikujących raporty stabilności finansowej wzrosła z 2 do ponad 80. Raporty publikowane są również przez inne instytucje narodowe i międzynarodowe (np. MFW). Szerzej zob. (Čihák *et al.* 2012). W 2008 r. do grona instytucji publikujących raporty stabilności finansowej dołączyły nawet takie instytucje jak m.in. Bank Albanii i Centralny Bank Mauritiusa, w 2010 r. również Bank Rezerwy Indii oraz Stany Zjednoczone (w tym ostatnim przypadku jednak, publikacji raportu dokonuje FSOC, nie Fed).

²⁸ Podstawowym zestawem standardów międzynarodowych odnoszącym się do komunikacji i przejrzystości w zakresie stabilizowania systemu finansowego jest *Code of good practices on transparency in monetary and financial policies* opracowany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. W kodeksie tym nie sformulowano jednak żadnych szczegółowych wskazówek pod adresem treści raportu oraz częstotliwości jego publikacji. Szerzej zob. *Code of good practices on transparency in monetary and financial policies*, 1999.

²⁹ Podejmowane są pierwsze próby oceny raportów o stabilności finansowej, w których wykorzystuje się m.in. metodologię oceny raportów o inflacji opracowaną przez Fracasso, Genberga i Wyplosza. Propozycje prezentowane w literaturze odnoszą się jednak do pojedynczych banków centralnych, albo też stanowią wyłącznie ogólną koncepcję, mającą na celu stworzenie podstaw do dalszych badań w tym zakresie, szerzej zob. (Čihák 2006.; Franklin *et al.*, 2004, s. 5-26; Bowen *et al.*, 2006).

³⁰ Jakość oceniana jest na podstawie trzech kryteriów (*3 C, clarity, coverage of key risks, and consistency over time*): klarowność, zakres ryzyk uwzględnionych w raporcie i spójność w czasie (Čihák *et al.* 2012).

³¹ Sytuacja taka występuje najczęściej w systemach finansowych o wysokich wskaźnikach koncentracji. Przykładem jest szwedzki sektor bankowy, w którym dominują cztery grupy bankowe – Handelsbanken, Nordea, SEB i Swedbank.

Allen, Wood, 2006, s. 18-19). Po drugie, banki centralne muszą mieć na uwadze, że pesymistyczne prognozy mogą wpłynąć na zachowanie uczestników rynku i doprowadzić do paniki na rynku finansowym. Po trzecie, banki centralne muszą uwzględnić konsekwencje ewentualnej utraty wiarygodności w razie błędnego sformułowania ocen i prognoz stabilności finansowej. Po czwarte, bardzo dynamicznie rośnie liczba banków publikujących raporty; w strefie euro publikuje je czternaście narodowych banków centralnych oraz EBC (por. tabela 9). Rodzi to niebezpieczeństwo nadmiaru informacji z punktu widzenia uczestników europejskiego rynku finansowego, a w skrajnym przypadku nawet ryzyko wzajemnego wykluczania się wniosków płynących z poszczególnych raportów.

Tabela 9. Publikacja raportów o stabilności finansowej w strefie euro

Kraj (bank centralny)	Data pierwszej publikacji	Częstotliwość (2013)
Austria (Narodowy Bank Austrii)	2001	co pół roku
Belgia (Narodowy Bank Belgii)	2002	co roku
Estonia (Bank Estonii)	2003	co pół roku
Finlandia (Bank Finlandii)	2003	co roku
Francja (Bank Francji)	2002	co roku
Grecja (Bank Grecji) *	2004	co roku
Hiszpania (Bank Hiszpanii)	2002	co pół roku
Holandia (Bank Holandii)	2004	co pół roku
Irlandia (Centralny Bank Irlandii)**	2000	co pół roku
Luksemburg (Centralny Bank Luksemburga)	2005	co roku
Malta (Centralny Bank Malty)	2008	co pół roku
Niemcy (Niemiecki Bank Federalny)	2004	co roku
Portugalia (Bank Portugalii)	2004	co pół roku
Słowacja (Narodowy Bank Słowacji)	2003	co pół roku
strefa euro (Europejski Bank Centralny)	2004	co pół roku
Włochy (Bank Włoch)	2010	co pół roku

* Informacje na temat stabilności systemu finansowego publikowane są fragmentarycznie w Raportach rocznych lub Raportach o polityce pieniężnej, aktualnie bank centralny nie publikuje odrębnego dokumentu poświęconego wyłącznie stabilności systemu finansowego.

** Raport o stabilności finansowej był publikowany w latach 2000-2007, od 2013 r. Centralny Bank Irlandii publikuje raport na potrzeby realizowanego nadzoru makroostrożnościowego (*Macro-Financial Review*).

Źródło: opracowanie własne.

Innym narzędziem polityki informacyjnej banku centralnego są oficjalne przemówienia i wystąpienia publiczne przedstawicieli banku. Mogą one stanowić dodatkowe źródło informacji o podejściu banku centralnego do problematyki stabilności finansowej, a także o bieżących priorytetach, zadaniach i instrumentach wykorzystywanych przez bank centralny³². Coraz więcej banków systematycznie publikuje na swoich stronach internetowych treść wystąpień przedstawicieli banku.

Z instrumentami polityki informacyjnej związany jest również dylemat, który można określić jako wybór między działaniami dyskrecyjnymi a przyjęciem określonych reguł (w polityce pieniężnej określane jako *rules versus discretion*). Interesujących wniosków na temat skuteczności oddziaływania na rynek finansowy za pomocą polityki informacyjnej dostarczyły badania przeprowadzone przez Borna *et al.* (2012). Zespół ekonomistów dokonał analizy ponad tysiąca instrumentów polityki informacyjnej banków centralnych w 36 krajach i wykorzystując metodologię zaproponowaną przez Blindera *et al.* (2008) sformułował zaskakujące wnioski. Najbardziej efektywnym instrumentem jest publikacja raportów stabilności finansowej – zarówno pod względem tworzenia informacji (*creating news*) – przez wpływ na poziom cen aktywów jak i redukcji szumu (*reducing noise*) – przez zmniejszenie wahań i niepewności na rynkach finansowych³³.

Polityka informacyjna banków centralnych staje się podstawowym narzędziem zapobiegawczym w stabilizowaniu systemu finansowego. Należy oczekiwać, że w przyszłości nastąpi ujednolicenie struktury i treści raportów o stabilności finansowej publikowanych przez banki centralne.

Trzeba podkreślić, że podstawowym warunkiem skuteczności polityki informacyjnej banku centralnego jako instrumentu stabilizowania systemu finansowego jest duża wiarygodność i prestiż banku centralnego. O jej skuteczności decyduje również jasność i przejrzystość formułowania wniosków w raportach stabilności finansowej oraz wypowiedziach przedstawicieli banku. Znaczenie przejrzystości w zakresie działań na rzecz stabilności finansowej oraz waga, jaką banki centralne

³² Por. przemówienia przedstawicieli wybranych banków centralnych publikowane w bazie Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, która zawiera najważniejsze wystąpienia przedstawicieli banków centralnych od 1 stycznia 1997 r., (*Central bankers speeches*, <http://www.bis.org/list/cbspeeches/-index.htm>).

³³ Na ten swoisty problem zwrócono również uwagę w dalszej części opracowania, prezentując wyniki badań empirycznych.

przykładają do jasnej i precyzyjnej polityki informacyjnej podkreślają wyniki badań empirycznych prowadzonych w tym zakresie. Szczególnie istotne są próby pomiaru przejrzystości banków centralnych w zakresie działań wspierających stabilność finansową. Można wskazać dwa nurty w zakresie prowadzonych badań empirycznych, przy czym w pierwszym autorzy koncentrują się wyłącznie na publikowaniu przez banki centralne raportów o stabilności finansowej (Oosterloo, *et al.* 2007; Čihák, *et al.* 2012), w drugim natomiast autorzy podejmują próby znacznie szerszego ujęcia przejrzystości banku centralnego w zakresie stabilności finansowej, konstruując mniej lub bardziej rozbudowane wskaźniki tejże transparentności (Sotomska-Krzysztofik, Szczepańska, 2006; Horváth, Vaško, 2012 oraz w ograniczonym zakresie Smaga 2013). Pomimo braku konsensusu odnośnie optymalnego poziomu przejrzystości działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej – na podstawie prowadzonych badań empirycznych – można sformułować uogólniające wnioski. Po pierwsze, lepiej rozwiniętym gospodarkom towarzyszy wyższy poziom przejrzystości polityki banku centralnego. Po drugie, przejrzystość w zakresie działań na rzecz stabilności finansowej jest silnie pozytywnie skorelowana z poziomem przejrzystości polityki pieniężnej. Po trzecie, większa przejrzystość jest korzystna z perspektywy stabilności systemu finansowego, o ile nie wystąpią w tym systemie poważne zakłócenia (tj. w okresie normalnym większa przejrzystość przyczynia się do stabilności systemu, jednak zależność ta nie występuje w czasie kryzysu).

W wymiarze korygującym polityka informacyjna banku centralnego polega na kształtowaniu właściwych oczekiwań uczestników rynku finansowego, poprzez przejrzyste i przede wszystkim szybkie poinformowanie rynku o tym, że bank centralny po pierwsze jest świadomy zagrożenia i kontroluje sytuację w systemie finansowym, po drugie, że jest gotowy do dostarczenia płynności lub podjęcia innego niezbędnego działania o charakterze korygującym lub ewentualnie naprawczym. Skuteczność tego instrumentu stabilizowania uzależniona jest przede wszystkim od dużej wiarygodności i pozycji banku centralnego w systemie finansowym. Z drugiej strony niewłaściwe wykorzystanie polityki informacyjnej może w konsekwencji spowodować spadek wiarygodności banku centralnego, ograniczenie skuteczności jego polityki w przyszłości lub wzrost pokusy nadużycia wśród komercyjnych insty-

tucji finansowych. Niewłaściwe wykorzystanie polityki informacyjnej może polegać na zbyt częstym deklarowaniu wsparcia, za którym w ślad nie będzie szło faktyczne działanie zapowiedziane przez bank centralny lub opublikowaniu komunikatu w sytuacji, która nie stanowi zagrożenia dla stabilności systemu finansowego (np. niewypłacalność pojedynczej instytucji finansowej, z którą nie jest związane ryzyko rozprzestrzenienia się kryzysu). Duża częstotliwość w deklarowaniu zaangażowania banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego może stanowić podstawę dla wzrostu pokusy nadużycia ze strony instytucji finansowych, przekonanych o ich ewentualnym wsparciu w sytuacji zagrożenia płynności lub wypłacalności.

Dostarczenie płynności przez bank centralny

Banki centralne pełnią ważne funkcje w ramach korygowania niestabilnej sytuacji na rynku finansowym przez wykorzystanie możliwości szybkiej kreacji pieniądza rezerwowego oraz zastosowanie instrumentów umożliwiających ściągnięcie płynnych środków z rynku finansowego, w chwili przezwyciężenia kryzysu (np. operacje *reverse repo*, swapy walutowe oraz operacje depozytowe z bankiem centralnym). Te właściwości polityki banków centralnych predestynują je do pełnienia funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, tj. do dostarczania płynności na rynek finansowy w warunkach narastania kryzysu płynności³⁴.

Banki centralne dysponują rozbudowanym zestawem narzędzi zasilenia systemu finansowego w środki płynne. W literaturze występuje niejednorodne nazewnictwo i odmienne ujęcie metodyczne tej problematyki³⁵. Dlatego w niniejszym opracowaniu zaproponowano jednolitą typologię instrumentów zasilenia systemu finansowego w środki płynne (por. tabela 10). Wyróżniono dwie podstawowe grupy instrumentów: instrumenty równego dostępu do płynności i instrumenty indywidualnego wsparcia. Pozwala to zaklasyfikować instrumenty do działań o charakterze korygującym i naprawczym. Jeżeli dostarczenie płynności dla systemu finansowego następuje w sytuacji narastania zjawiska zagrażającego jego stabilności, działanie

³⁴ Kryzys płynności może wystąpić przede wszystkim w bankach, w związku z wysokim ryzykiem płynności ich funkcjonowania i należy go utożsamiać z utratą zdolności instytucji finansowych do wywiązywania się z bieżących obowiązków płatniczych.

³⁵ Autorzy stosują zamiennie pojęcie pożyczkodawcy ostatniej instancji i awaryjnego zasilenia płynnością (*Emergency Liquidity Assistance, ELA*), (szerzej zob. np. Freixas *et al.* 1999, He 2000).

takie można określić mianem działania korygującego bieżącą sytuację (instrumenty dostarczenia płynności *ex ante*). Natomiast z dostarczeniem płynności pojedynczej instytucji (instrumenty dostarczenia płynności *ex post*) mamy do czynienia w momencie wystąpienia niestabilności danej instytucji, uwidaczniającej się w braku płynności.

Tabela 10. Przegląd instrumentów dostarczenia płynności przez bank centralny

INSTRUMENTY DOSTARCZENIA PŁYNNOŚCI	
Instrumenty równego dostępu do płynności (instrumenty <i>ex ante</i>)	
a)	Operacje otwartego rynku np. zakup papierów wartościowych od banków komercyjnych w operacjach otwartego rynku, który powoduje zwiększenie płynnych środków na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym
b)	Redukcja kary ¹ związanej z operacjami depozytowo-kredytowymi banku centralnego np. obniżenie stóp procentowych w operacjach kredytowych z bankiem centralnym
c)	Akceptacja zabezpieczeń o niższym standardzie np. przyjmowanie CMBS (ang. <i>commercial mortgage-backed securities</i>) ² jako zabezpieczenie w operacjach kredytowych przez Fed od maja 2009 r.
d)	Niestandardowe operacje dostarczenia płynności np. operacje TALF (ang. <i>term asset-backed securities loan facility</i>) w Stanach Zjednoczonych w celu pobudzenia nowych emisji papierów wartościowych zabezpieczonych portfelem określonych aktywów (np. kredyty samochodowe, kredyty konsumpcyjne, kredyty studenckie, komercyjne kredyty hipoteczne) oraz linie swapowe pomiędzy bankami centralnymi (np. pomiędzy EBC i Fed oraz Fed i Narodowym Bankiem Szwajcarii) mające na celu dostarczenie na rynek finansowy środków płynnych denominowanych w walucie obcej
Instrumenty dostarczenia płynności do pojedynczych instytucji finansowych (instrumenty <i>ex post</i>) np. dostarczenie płynności przez Bank Anglii bankom podczas kryzysu małych banków w latach 1991-1992; upadek BCCI w 1991 r. i nasilający się kryzys płynności w mniejszych bankach sprawił, że Bank Anglii zdecydował się na bezpośrednie dostarczenie płynności na kwotę 115 milionów funtów dostarczenie płynności bankom norweskim podczas kryzysu skandynawskiego przez Bank Norwegii (udzielenie kredytów poszczególnym bankom (tzw. <i>S-loans</i>) w oparciu o szczególne zasady zbieżne z klasyczną regułą Bagehota) pomoc Narodowego Banku Szwajcarii dla UBS polegająca na sfinansowaniu transferu złych aktywów z banku UBS pomoc Fed dla American International Group (AIG) w 2008 r.; pierwotna forma pomocy: pożyczka w kwocie 85 mld USD w okresie 2 lat, oprocentowana wg stopy LIBOR +8,5 p.p. zabezpieczona aktywami AIG (z wyjątkiem aktywów firmy ubezpieczeniowej)	

Objaśnienie:

- ¹ „Karę” w operacjach depozytowo-kredytowych należy utożsamiać z wysokością stopy procentowej, według której bank centralny udziela kredytu, z reguły jest to najwyższa stopa procentowa na rynku (np. w Polsce stopa kredytu lombardowego).
- ² Papiery wartościowe emitowane przez banki zabezpieczone portfelem kredytów hipotecznych na zakup nieruchomości komercyjnych.

Źródło: opracowanie własne.

Banki centralne decydują o wyborze jednego z wskazanych w tabeli 10 instrumentów dostarczenia płynności na podstawie zgromadzonych doświadczeń oraz analizy bieżącej sytuacji na rynku finansowym.

Na skutek systematycznego obniżania stóp procentowych przez najważniejsze banki centralne na świecie³⁶ od połowy 2008 r. i zbliżenie się do zerowej granicy nominalnych stóp procentowych (*zero bound interest rate*) (por. Goodfriend, 2000; Eggertsson, Woodford, 2003; Swanson, Williams, 2013), standardowe instrumenty będące do dyspozycji banków centralnych okazały się nieskuteczne. Z teoretycznego punktu widzenia, w sytuacji takiej, impulsy polityki pieniężnej mogą docierać do gospodarki w efekcie (Bernanke, Reinhart, 2004):

- wpływania banku centralnego na oczekiwania odnośnie kształtowania wysokości stopy procentowej w perspektywie średnio i długoterminowej,
- zmian w strukturze bilansu banku centralnego lub
- zmian w wielkości bilansu banku centralnego.

Pierwszy element realizowany jest poprzez sygnalizowanie kierunku polityki pieniężnej (*signalling*), dwa kolejne w wyniku prowadzenia polityki z wykorzystaniem bilansu banku centralnego (*balance sheet policy*)³⁷.

Luzowanie ilościowe w polityce pieniężnej – wskazywane jako narzędzie niekonwencjonalnej polityki³⁸ – utożsamiane jest przez większość badaczy z wykorzystaniem bilansu banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej i wpływaniem na poziom rezerw banków. Samo definiowanie pojęcia *quantitative easing* nie jest już tak jednoznaczne (zob. Klyev *et al.*, 2009, s. 9; Borio, Disyatat, 2009, s. 9-10). Pojęcie *QE* pojawiło się wraz z pierwszymi działaniami podejmowanymi w ramach luzowania ilościowego przez Bank Japonii w latach 2001-2006 (por. Ugai,

³⁶ Mowa tu głównie o Rezerwie Federalnej (Fed), Banku Anglii, EBC i Banku Japonii, choć w tym ostatnim przypadku proces obniżania stop procentowych rozpoczął się wcześniej i miał odmienne uzasadnienie pragmatyczne (por. Baba *et al.* 2005; Ito, Mishkin 2006, s. 131-193; Shiratsuka 2009).

³⁷ Borio i Disyatat (2009) ujmują politykę bilansową banku centralnego jako bezpośrednie wpływanie banku centralnego na funkcjonowanie system finansowego, które znajduje odzwierciedlenie w wielkości, strukturze lub skali ryzyka bilansu banku centralnego. Jednocześnie zwracają oni uwagę, że w ramach polityki bilansowej banki wykorzystują m.in. interwencje walutowe, które niewątpliwie nie należą do instrumentów niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Szerzej na temat wykorzystania bilansu banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej (por. Curdia, Woodford, 2010).

³⁸ Paradoksalnie, teoretycznych podstaw dla realizowanej wspólnie przez banki centralne niekonwencjonalnej polityki pieniężnej dostarczyli ekonomiści już w latach 60. i 70. ubiegłego wieku, zwracając uwagę na niedoskonałą substytucyjność aktywów w portfelu inwestycyjnym i możliwość wykorzystania jej w prowadzeniu polityki pieniężnej (szerzej zob. Bernanke, 2012).

2007). Jedną z prostszych definicji, wg której *QE* dotyczy zakupu przez bank centralny obligacji rządowych od banków komercyjnych, proponuje Bini-Smaghi (2009). Bini-Smaghi uzupełnia tę definicję o mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej³⁹. Buiter (2008) z kolei definiuje *QE* jako wpływanie na wielkość bilansu banku centralnego w efekcie powiększenia bazy monetarnej, przy niezmienionej strukturze aktywów w bilansie banku centralnego⁴⁰. Z kolei banki centralne najczęściej ujmują luzowanie ilościowe jako działanie banku centralnego zmierzające do zwiększenia akcji kredytowej poprzez zakup papierów wartościowych – Fed (Bernanke, 2009), zakup rządowych lub prywatnych papierów wartościowych finansowanych poprzez kreację rezerw banków komercyjnych [Bank of Canada, 2009] lub działanie zmierzające do zwiększenia akcji kredytowej poprzez dostarczenie bankom komercyjnym płynnych środków na tę akcję – EBC (Trichet, 2010).

Istniejące rozbieżności definicyjne znalazły odzwierciedlenie w ocenie wykorzystania luzowania ilościowego w polityce pieniężnej, prezentowaniu mechanizmów przeniesienia impulsów na gospodarkę realną i identyfikacji potencjalnych zagrożeń. W tabeli 11 zestawiono wyniki wybranych badań empirycznych w zakresie rezultatów stosowania *QE*.

Warto podkreślić, że większość dotychczas prowadzonych badań, których celem jest ocena wykorzystania *QE* przez banki centralne, koncentruje się na działaniach Fed i jednocześnie na identyfikacji pozytywnych aspektów niekonwencjonalnej polityki pieniężnej⁴¹. Stąd obraz *QE*, który wyłania się z badań może być nieco skrzywiony. Badania prezentujące negatywne efekty luzowania ilościowego są mniej liczne (por. Stroebel i Taylor, 2009; Thornton, 2012).

³⁹ Według Bini Smaghi’ego (2009) zakup obligacji wpływa na obniżenie ich stopy zwrotu, a przez to również innych papierów wartościowych na danym rynku (w efekcie wykorzystywania dłużnych rządowych papierów jako *benchmarku* dla pozostałych inwestycji) oraz obniżenie długoterminowej stopy procentowej, wzrost inwestycji i wzrost zagregowanego popytu.

⁴⁰ Buiter (2008) dodatkowo wprowadza pojęcie luzowania jakościowego (*qualitative easing*) dla określenia zmian w strukturze bilansu banku centralnego skutkujących posiadaniem mniej płynnych i bardziej ryzykownych aktywów.

⁴¹ Na tle prezentowanych w literaturze wyników badań empirycznych, na szczególną uwagę zasługuje najnowsze opracowanie przygotowane przez pracowników Międzynarodowego Funduszu Walutowego, w którym analizie i ocenie poddano niekonwencjonalną politykę pieniężną (MFW, 2013a).

Tabela 11. Luzowanie ilościowe w polityce pieniężnej – przegląd badań

Autor, autorzy	Przedmiot badania	Wnioski z badań
Beirne <i>et al.</i> [2011]	Program zakupu obligacji zabezpieczonych przez EBC (CBPP – <i>Covered Bonds Purchase Program</i>)	CBPP znalazł odzwierciedlenie w obniżeniu stóp procentowych rynku pieniężnego, złagodzeniu warunków kredytowania dla przedsiębiorstw i instytucji kredytowych, pobudzeniu akcji kredytowej instytucji kredytowych, poprawie płynności w wybranych segmentach rynku dłużnych prywatnych papierów wartościowych.
Gagnon <i>et al.</i> [2011]	Program zakupu aktywów realizowany przez Fed w latach 2008-2009 (LSAP – <i>Large-Scale Asset Purchase</i>)	LSAP wpłynął pozytywnie na wysokość stopy zwrotu z długoterminowych papierów wartościowych, obniżając ją w odniesieniu do 10-letnich obligacji o wartość 30-100 punktów bazowych. Program wpłynął również na poprawę płynności na rynku MBS (<i>mortgage-backed securities</i>).
Krishnamurthy i Vissing-Jørgensen [2011]	Program QE1 i QE2 realizowany przez Fed w latach 2008-2011	QE1 i QE2 pozwoliły na znaczące obniżenie długoterminowych stóp procentowych w odniesieniu do bezpiecznych aktywów (obligacje skarbowe, obligacje agencji i obligacje przedsiębiorstw o wysokim ratingu). W przypadku aktywów mniej bezpiecznych, redukcja nominalnych długoterminowych stóp procentowych była znacznie mniejsza. Podobne wnioski sformułowali D'Amico <i>et al.</i> [2012] oraz Christensen i Redebusch [2012].
Meaning i Zhu [2011]	Program zakupu aktywów przez Bank Anglii (APF – <i>Asset Purchase Facility</i>) i Fed (LSAP)	Programy zakupu aktywów istotnie zmniejszyły stopę zwrotu z papierów długoterminowych, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i Wielkiej Brytanii. Wpływ ten był silniejszy w przypadku obligacji rządowych, niż w odniesieniu do bardziej ryzykownych papierów wartościowych.
Wright [2011]	Program zakupu aktywów przez Fed (LSAP)	Wright badał wpływ LSAP (impulsów polityki pieniężnej Fed) na wysokość długoterminowych stóp procentowych. Autor zidentyfikował istotne, ale krótkotrwałe (2-miesięczne) efekty LSAP w postaci obniżenia długoterminowych stóp procentowych obligacji rządowych i obligacji przedsiębiorstw.
Hamilton i Wu [2012]	Działania Fed w ramach luzowania kredytowego (<i>credit easing</i>) [Bernanke, 2009]	Hamilton i Wu badali wpływ działań Fed w ramach luzowania kredytowego na strukturę terminową stóp procentowych. Uzyskane wyniki pozwoliły autorom sformułować jednoznacznie pozytywną tezę o wpływie CE na spłaszczenie krzywej dochodowości (wg wyliczeń Hamiltona i Wu, należy oczekiwać zmniejszenia o 25 punktów bazowych różnicy między oprocentowaniem identycznych papierów wartościowych w krótkim i długim okresie).

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Beirne *et al.*, 2011; Gagnon *et al.*, 2011; Krishnamurthy i Vissing-Jørgensen, 2011; Meaning i Zhu, 2011; Wright, 2011; Christensen i Redebusch 2012; D'Amico *et al.*, 2012; Hamilton i Wu, 2012).

Obecnie najwięcej kontrowersji wzbudza polityka wyjścia (*exit policy*) z powszechnego stosowania przez banki centralne luzowania ilościowego polityki

pieniężnej (Cukierman, 2013). Dylematy bankierów centralnych dotyczą zarówno terminu porzucenia dotychczas realizowanej polityki, jak również sposobu wprowadzenia tej decyzji w życie. Również MFW (2013b) w najnowszym *Global Financial Stability Report* zwraca uwagę na szereg problemów związanych z wykorzystaniem *quantitative easing*, głównie w ujęciu średniookresowym (m.in. konsekwencje wzrostu stóp procentowych w wyniku zaprzestania luzowania ilościowego polityki pieniężnej, czy oczekiwania uczestników rynku odnośnie sprzedaży nabytych w drodze *QE* przez banki centralne aktywów).

Odwołując się do zaproponowanej w tabeli 10 typologii instrumentów dostarczenia płynności należy uznać, że w ramach działań naprawczych banki centralne stosują głównie instrumenty zasilenia pojedynczych instytucji finansowych. Są one wykorzystywane przez banki centralne niezwykle rzadko. Dynamiczne przeobrażenia systemu finansowego mogą jednak przyczynić się do wzrostu oczekiwań uczestników rynku w zakresie tego typu działań. Wśród przeobrażeń w szczególności należy wymienić proces konsolidacji, w efekcie którego powstają instytucje „zbyt duże, żeby upaść”.

Zasilenie w środki płynne pojedynczych instytucji finansowych najczęściej określane jest w literaturze jako funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji (*LOLR*, szerzej zob. Humphrey, 1975; Humphrey, Keleher, 1984; Goodhart, Illing, 2002; Matyszek-Jędrych, 2005). Analizując sposób realizacji tej funkcji przez banki centralne należy zwrócić uwagę na co najmniej trzy kwestie: instytucjonalno-prawne uwarunkowania tej funkcji, zakres podmiotowy oraz stopień przejrzystości banków centralnych.

Charakterystyczne rozwiązanie instytucjonalne *LOLR* występuje w niemieckim systemie finansowym. Funkcja ta została powierzona specjalnie utworzonej prywatnej instytucji LIKO Bank (*Liquiditäts – Konsortial Bank GmbH*). Instytucja ta została utworzona w 1974 r. (po upadku Herstatt Bank) przez banki komercyjne oraz Niemiecki Bank Federalny (zob. szerzej Szczepańska *et al.*, 2004). Należy zauważyć, że od momentu utworzenia LIKO Bank nie udzielił wsparcia żadnej instytucji finansowej. Pomimo, że Niemiecki Bank Federalny nie pełni w sposób bezpo-

średni funkcji *LOLR*, to uczestniczy, jako członek Komitetu Kredytowego, w procesie podejmowania decyzji o ewentualnym zasileniu instytucji w środki płynne.

Zakres podmiotowy funkcji *LOLR* w bankach centralnych jest zróżnicowany. W kilku przypadkach krajów wysoko rozwiniętych (np. Japonia, Kanada, Szwecja, Szwajcaria) podmiotowy zakres nie ogranicza się wyłącznie do banków, ale obejmuje również inne instytucje finansowe. Na szczególną uwagę zasługuje natomiast rozwiązanie przyjęte w Stanach Zjednoczonych, które stanowi konsekwencję trwającego kryzysu finansowego. Na mocy ustawy *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (z 21 lipca 2010 r.) zakazano Fed-owi udzielania wsparcia pojedynczej instytucji. Zapis taki ma służyć przede wszystkim jako wyraźny sygnał przeciwstawienia się doktrynie „instytucji zbyt dużej, żeby upaść”. Można uznać, że w praktyce Fed nie pełni więc funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w klasycznej postaci. Przyjęte rozwiązania w Stanach Zjednoczonych można uznać za próbę minimalizowania silnie uwypuklonego przez Globalny Kryzys problemu *trade-off* pomiędzy działaniem kredytodawcy ostatniej szansy a pokusą nadużycia ze strony dużych instytucji finansowych (Cukierman 2013).

Ważnym elementem konstrukcyjnym *LOLR* jest stopień przejrzystości banku centralnego w realizowaniu tej funkcji. Specyficzny charakter *LOLR* związany jest bowiem z bezpośrednim zagrożeniem wzrostu pokusy nadużycia ze strony instytucji finansowych. Problem ten stanowi zasadniczy wątek w dyskusji na temat optymalnego poziomu przejrzystości banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. Ograniczenie wzrostu pokusy nadużycia w praktyce dokonuje się dwiema metodami. Pierwszą z nich jest postulowana przez Corrigan (1990) konstrukcyjna niejednoznaczność (*constructive ambiguity*), tj. pełnienie funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, któremu nie towarzyszy żadna forma zapewnienia instytucji finansowych o zasadach, trybie i terminie udzielenia wsparcia. Druga metoda polega na przejrzystym określeniu restrykcyjnych zasad dotyczących możliwości korzystania z awaryjnego zasilenia w środki płynne. Analizowane banki centralne realizują w praktyce obie te metody. Część z nich pomimo występowania w roli *LOLR* nie określa zasad udzielania wsparcia, inne z kolei w przejrzysty sposób definiują te zasady i podają je do wiadomości publicznej. Zdecydowana większość banków for-

mułując warunki korzystania z awaryjnego wsparcia płynności odwołuje się do klasycznej reguły Bagehota (1873). Reguła ta głosi, że bank centralny powinien być gotowy do natychmiastowego udzielenia wsparcia, jednak według wyższej od rynkowej stopy procentowej i pod warunkiem dobrego zabezpieczenia.

Podkreślić należy również małą częstotliwość wykorzystania funkcji *LOLR* przez banki centralne. Na przykład Bank Anglii udzielił indywidualnego wsparcia instytucji finansowej (*Northern Rock*) we wrześniu 2007 r. i była to pierwsza taka operacja od ponad trzydziestu lat. Z kolei we Włoszech ostatnie działanie banku centralnego w ramach *LOLR* miało miejsce w 1999 r. Stosunkowo liczne natomiast były przypadki awaryjnego zasilenia w środki płynne podejmowane przez Bank Japonii. Okres nasilenia częstotliwości działania *LOLR* w Japonii wynikał jednak z kryzysu japońskiego systemu finansowego. Należy zauważyć, że od listopada 2003 r. również w Japonii nie przeprowadzono indywidualnego zasilenia instytucji finansowej w ramach *LOLR*.

Regulacja i nadzór⁴²

Nadzorowanie systemu płatniczego i rozliczeniowego jest najsilniej ugruntowanym w prawie zadaniem stabilizacyjnym przypisanym bankom centralnym. Ustawodawcy w większości rozwiniętych gospodarek w sposób bezpośredni zdefiniowali odpowiedzialność banku centralnego za sprawne działanie systemu płatniczego i rozliczeniowego. Należy jednak podkreślić, że w ślad za tym nie nastąpiło prawne zagwarantowanie mechanizmów wywierania wpływu i egzekwowania zaleceń banku centralnego przez uczestników i operatorów systemu płatniczego i rozliczeniowego. Stąd często wykorzystywanym i skutecznym w ocenie samych banków centralnych (NBP, 2004; Padoa-Schioppa, 2004) instrumentem wywierania wpływu jest perswazja moralna. Warunkiem skuteczności wykorzystania tego instrumentu jest wysoka wiarygodność i prestiż banku centralnego, a także możliwość potencjalnego wsparcia tych działań innymi instrumentami o charakterze regulacyjnym. Równie często banki centralne wykorzystują dobrowolne formy porozumień i umów z operatorami bądź uczestnikami systemu płatniczego i rozliczeniowego.

⁴² Omawiane w niniejszym punkcie kwestie nadzoru odnoszą się do nadzoru nad systemem płatniczym i rozliczeniowym oraz nadzoru finansowego w wymiarze mikroostrożnościowym.

Drugą kwestią, którą warto przybliżyć jest udział banku centralnego w regulowaniu i nadzorowaniu instytucji finansowych, w wymiarze mikroostrościowym. W tym miejscu warto podkreślić toczącą się wciąż dyskusję na temat optymalnego instytucjonalnego ukształtowania nadzoru finansowego (Masciandaro, Quintyn, 2013). Dylematy dotyczą m.in. odmiennych modeli nadzoru finansowego, argumentów za i przeciwko unifikacji nadzoru oraz w szczególności roli banku centralnego w nadzorze nad rynkiem i instytucjami finansowymi w wymiarze mikroostrościowym (por. De Luna-Martinez, Rose, 2003; Čihák, Podpiera, 2006; Masciandaro 2007; 2009; Masciandaro, Quintyn, 2007; Di Giorgio, Di Noia, 2007; Herring, Carmassi, 2008; Masciandaro, Quintyn, Taylor, 2008; Skopowski, 2010; Maćkowiak, 2011; Melecky, Podpiera, 2013). Podstawowe argumenty za usytuowaniem nadzoru finansowego w banku centralnym dotyczą wykorzystania efektu synergii, w związku z posiadaniem przez bank centralny niezbędnych w procesie nadzorowania informacji, wzrostu znaczenia analizy ryzyka systemowego, które banki centralne aktualnie przeprowadzają oraz możliwości wykorzystania autonomii i niezależności banku centralnego w zapewnieniu niezależności instytucji nadzorczej⁴³ (por. Tuya, Zamalloa, 1994; Peek *et al.*, 1998; 1999; Ferguson, 2000; Kaufmann, 2000; Pauli, 2000, warto podkreślić nasilenie publikacji na ten temat na podstawie doświadczeń kryzysu: Herring, Carmassi, 2008; Klomp, De Haan, 2009; Blanchard *et al.*, 2010; Blinder, 2010; Lamfalussy, 2011; Papademos, 2010). Z drugiej strony, decyzja o przekazaniu kompetencji nadzorczych do banku centralnego może wiązać się z potencjalnym wzrostem pokusy nadużycia (jako konsekwencji istniejącego *trade-off* pomiędzy antycyklicznym charakterem polityki pieniężnej i procyklicznością nadzoru finansowego) oraz nadmierną koncentracją władzy (Goodhart, Schoenmaker, 1995; Masciandaro, 2007; Gerlach *et al.*, 2009; Blinder, 2010; Lamfalussy, 2011; Masciandaro *et al.*, 2011).

Stabilizowanie systemu finansowego poprzez regulowanie i nadzór należy postrzegać przede wszystkim przez pryzmat podejmowanych przez banki centralne działań zapobiegawczych. Należy podkreślić, że pomimo, iż coraz mniejsza liczba

⁴³ Najnowsze wyniki badań wskazują jednak na odwrotną zależność, zgodnie z którą wysoki poziom niezależności banku centralnego, może stanowić jedną z barier w procesie przekazywania kompetencji nadzorczych bankowi centralnemu (por. Dalla Pellegrina, Masciandaro, Pansini, 2013).

banków centralnych ma bezpośrednie kompetencje nadzorcze nad systemem finansowym, występuje wyraźna tendencja do wielopłaszczyznowego pośredniego udziału banku centralnego w nadzorowaniu instytucji i rynków finansowych. Wpływ banku centralnego na działania nadzorcze może wynikać z występowania formalnych mechanizmów współpracy i wymiany informacji, uczestniczenia *ex officio* przedstawiciela banku w pracach instytucji nadzorującej lub możliwości wywierania wpływu banku na skład władz nadzorczych, partycypacji banku centralnego w finansowaniu działalności instytucji nadzorczej oraz wymiany pracowników i innych zasobów (wiedzy, informacji, technologii informatycznych) między bankiem centralnym a instytucją nadzorującą system finansowy.

Nadzór makroostrożnościowym jako nowy wymiar zaangażowania banków centralnych w stabilizowanie systemu finansowego

Trwający kryzys finansowy, który spowodował niezmiernie wysokie straty zarówno po stronie instytucji finansowych, jak i gospodarek, ukazał jednocześnie słabość dotychczasowego paradygmatu (Goodhart, 2011). Zakładał on, że stabilność finansowa i stabilność makroekonomiczna będą zapewnione przez politykę pieniężną, politykę fiskalną oraz nadzór finansowy, realizowany w wymiarze mikroostrożnościowym (tj. skoncentrowany na ograniczaniu ryzyka pojedynczych instytucji finansowych).

Kryzys uwidocznił tym samym potrzebę szerszego, systemowego spojrzenia na nadzór finansowy, tj. potrzebę wprowadzenia nadzoru makroostrożnościowego. Koncepcja nadzoru makroostrożnościowego nie jest całkowicie nowym tworem (Clement, 2010; Szpunar, 2012), jednak ożywiona debata na temat polityki makroostrożnościowej, jej celu, sposobu realizacji, czy instrumentów jest niewątpliwie efektem nieskutecznej walki banków centralnych z Globalny Kryzysem.

Politykę makroostrożnościową (*macroprudential policy*) najczęściej definiuje się jako działania mające na celu ograniczenie bądź przeciwdziałanie ryzyku systemowemu (i poprzez to dbanie o stabilność systemu finansowego), obejmujące zakresem cały system finansowy, poprzez wykorzystanie instrumentów nadzoru mikroostrożnościowego w perspektywie systemowej (BIS, 2011a). Analiza literatury

przedmiotu pozwala sformułować wniosek o wyraźnym braku konsensusu w odniesieniu do szczegółowego określenia celu nadzoru makroostrożnościowego i sposobów jego operacjonalizacji. Główną barierę stanowi niewątpliwie wspomniany już brak jednomyślności w rozumieniu niestabilności finansowej (rozbieżności dotyczą m.in. egzogeniczności (Padoa-Schioppa, 2003; Allen, Wood, 2006) bądź endogeniczności (Schinasi, 2004) źródeł niestabilności finansowej). Różnice w postrzeganiu samego problemu stabilności finansowej, znajdują odzwierciedlenie w akcentowaniu nacisku na odmienne cele szczegółowe nadzoru makroostrożnościowego. I tak Brunnermeier *et al.* (2009) argumentują, że podstawowym celem polityki makroostrożnościowej powinno być przeciwdziałanie cyklicznemu charakterowi mierników ryzyka. Z kolei Borio i Drehmann (2009) podkreślają znaczenie interakcji niestabilności finansowej i gospodarki i akcentują cel polityki makroostrożnościowej w zakresie łagodzenia ryzyka wystąpienia zdarzeń o charakterze systemowym, generujących znaczne koszty makroekonomiczne. Jeszcze szerzej problematykę ujmują m.in. Hanson *et al.* (2011), którzy zwracają uwagę na konieczność ograniczania społecznych kosztów powstających na skutek gwałtownego obniżenia wartości aktywów w sektorze finansowym.

W kontekście wzrostu zainteresowania nadzorem makroostrożnościowym jako elementem polityki stabilizowania systemu finansowego, rodzi się pytanie, na ile to właśnie banki centralne są predestynowane do pełnienia mandatu w ramach *macroprudential policy*. Działanie takie może być realizowane dwojako: po pierwsze, prowadzenie nadzoru makroostrożnościowego w ramach poszerzonego mandatu polityki pieniężnej, po drugie, włączenie nadzoru makroostrożnościowego jako odrębnego zadania banku centralnego i koordynowanie polityki pieniężnej z polityką makroostrożnościową (Angelini *et al.*, 2012). Pierwsza propozycja przybiera do tychczas formę teoretycznych rozważań (poza przypadkiem Banku Norwegii, który podejmuje próby uwzględnienia stabilności finansowej w regularnej polityce pieniężnej, por. Norges Bank, 2012). Wśród zwolenników takiego rozwiązania można wskazać m.in. Alchiana, Kleina (1973, s. 173-191), Flemminga (1999, s. 9-13), Goodhart (1995, s. 263-294; 2001, s. 335-356), czy White'a (2006). Ten ostatni zwraca uwagę na możliwość uwzględnienia cen aktywów w prowadzonej polityce

pieniężnej i tym samym jednocześnie stabilizowanie poziomu cen i stabilizowanie systemu finansowego⁴⁴.

Druga propozycja odnosi się do utrzymania dotychczasowego mandatu polityki pieniężnej, ale jednocześnie wprowadzenia polityki makroostrożnościowej, której przy pomocy głównie narzędzi o charakterze regulacyjnym, mogłaby kreować warunki niezbędne dla stabilności systemu finansowego (Svensson, 2009; Mishkin, 2010). Mowa tu głównie o przeciwdziałaniu powstawaniu tzw. niestabilnych boomów kredytowych.

Podsumowując – niezależnie od mechanizmu włączenia nadzoru makroostrożnościowego w działania banku centralnego – banki centralne na świecie systematycznie zyskują kluczową rolę w sprawowaniu tego nadzoru, przy czym zwolennicy tego rozwiązania argumentują, iż:

- powiązanie nadzoru makroostrożnościowego z polityką pieniężną pozwoli na osiągnięcie synergii i w konsekwencji zapewni większą efektywność polityki pieniężnej (Borio, 2009),
- realizacja nadzoru makroostrożnościowego przez banki centralne może okazać się niezwykle korzystna w perspektywie realizacji funkcji kredytodawcy ostatniej szansy (Blinder, 2010),
- włączenie analiz w zakresie ryzyka systemowego do procesu realizacji polityki pieniężnej pozwoli na ograniczenie kosztów pęknięcia bąbli spekulacyjnych (Feldstein, 2010).

Należy podkreślić w szczególności wzrost zainteresowania problematyką nadzoru makroostrożnościowego w Europie. Banki centralne – z własnej inicjatywy – podejmują coraz częściej próby usystematyzowanego włączenia nadzoru w kontekście makro- w realizowaną politykę. Z drugiej strony, nie bez znaczenia pozostają działania podejmowane na szczeblu ponadnarodowym, które rodzą określone kon-

⁴⁴ Również wielu jest przeciwników koncentrowania działań banku centralnego na wskaźniku inflacji uwzględniającym ceny aktywów, którzy wskazują dwojakie argumenty przeciw takiemu rozwiązaniu: zmiany cen aktywów powinny być uwzględniane w polityce banku centralnego wyłącznie w stopniu, w jakim zmiany te mogą wpłynąć na prognozy inflacyjne banku centralnego; bank centralny nie powinien zatem podejmować żadnych działań w obliczu wahań cen aktywów, które mogą wprowadzić destabilizować system finansowy, ale nie znajdują odzwierciedlenia w prognozach inflacyjnych (Bernanke, Gertler, 2001, s. 253), włączenie cen aktywów do wskaźnika inflacji będzie miało, zdaniem Issinga (2001, s. 192-194), odzwierciedlenie w zmniejszeniu wiarygodności miary inflacji i w konsekwencji może doprowadzić do utraty wiarygodności w odniesieniu do całej polityki banku centralnego

sekwencje prawno-instytucjonalne. Do najważniejszych należy niewątpliwie utworzenie w 2010 r. organu odpowiedzialnego za realizację nadzoru makroostrożnościowego na poziomie ponadnarodowym, tj. Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Board, ESRB*)⁴⁵. ESRB można postrzegać obecnie jako swoisty ‘motor’ napędzający działania na rzecz usankcjonowania nadzoru makroostrożnościowego na poziomie narodowym (Nordth Berntsson, Molin, 2012). Warto zwrócić uwagę na rekomendacje wydawane przez ESRB, w tym m.in. rekomendacja nt. mandatu władz narodowych w zakresie nadzoru makroostrożnościowego (ESRB, 2011), w której podkreślono wagę niezależnych narodowych instytucji z wyraźnymi kompetencjami w zakresie *macroprudential policy*, dla efektywnego nadzoru makroostrożnościowego w całej Unii Europejskiej. Ponadto, ESRB rekomenduje powierzenie kluczowej roli w tym względzie poszczególnym bankom centralnym.

Nadzór makroostrożnościowy jako nowa domena banków centralnych jest niewątpliwie sferą, które będzie podlegało współcześnie zmianom w największym zakresie, zarówno w wymiarze teoretycznym, jak i pragmatycznym. Wyzwaniem jest wypracowanie konsensusu w odniesieniu do podstawowych kwestii, tj. kto powinien ten nadzór sprawować, jak sformułować cel nadzoru makroostrożnościowego, za pomocą jakich instrumentów go realizować, aby działania te w maksymalny możliwy sposób stabilizowały system finansowy.

Koordinowanie i wsparcie rozwiązań rynkowych

Banki centralne podejmują działania o charakterze naprawczym, jeżeli działania korygujące okażą się nieskuteczne. Działania takie zawsze jednak wiążą się ze znacznymi kosztami finansowymi (por. Szczepańska 2005) lub kosztami wynikającymi z kreowania pokusy nadużycia ze strony instytucji finansowych. Banki centralne podejmują w pierwszym kroku próby zorganizowania rozwiązania rynkowego (prywatnego) sytuacji kryzysowej.

⁴⁵ Utworzenie ESRB, jako organu unijnego ds. nadzorowania ryzyka w systemie finansowym, było jednym z rozwiązań rekomendowanych przez zespół pracujący pod przewodnictwem Jacques de Larosière, którego celem było zweryfikowanie dotychczasowych rozwiązań nadzorczych i identyfikacja ich głównych słabości (de Larosière, 2009).

Koordynowanie i wspieranie prywatnych rozwiązań sytuacji kryzysowej polega najczęściej na występowaniu w roli tzw. bezstronnego pośrednika lub w formie perswazji moralnej. Funkcja bezstronnego pośrednika nie jest prawnie zdefiniowana, a jej realizacja uzależniona jest m.in. od pozycji banku centralnego w danym systemie finansowym, przyjętych rozwiązań instytucjonalnych dotyczących sieci bezpieczeństwa finansowego oraz dotychczasowych doświadczeń.

Występowanie banku centralnego w roli bezstronnego pośrednika wiąże się ze zidentyfikowanym przez Coase'a (1960, s. 1-44) problemem kosztów społecznych. W sytuacji konfliktu wysokie koszty transakcyjne (związane m.in. ze zjawiskiem asymetrii informacji i dużą liczbą podmiotów uczestniczących w procesie) uniemożliwiają osiągnięcie zgody co do społecznie optymalnego rozwiązania sytuacji problemowej. Wtedy państwo (lub bank centralny) podejmuje samodzielne działanie, bądź redukując koszty transakcyjne, umożliwia wypracowanie rozwiązania przez podmioty prywatne. Skuteczność banku centralnego jako bezstronnego pośrednika determinują jego niezależność, wiarygodność oraz prestiż. Właściwości te sprawiają, że instytucje finansowe postrzegają działania banku centralnego jako podyktowane wyłącznie dobrem społecznym, a nie realizacją własnych interesów. W razie odmowy udziału instytucji finansowych w pokonywaniu sytuacji kryzysowej, bank centralny może wykorzystać perswazję moralną wobec takich instytucji.

Ocena działania banków centralnych w zakresie wspierania i koordynowania prywatnych rozwiązań sytuacji kryzysowej jest zadaniem trudnym, a w wielu przypadkach niemożliwym do realizacji. Ocena taka może być bowiem dokonana w oparciu o zachowania banków centralnych w przeszłości

Zarządzanie sytuacją kryzysową

Zarządzanie sytuacją kryzysową w rozwiniętych systemach finansowych jest z reguły sformalizowanym procesem, w którym poza bankiem centralnym, uczestniczą także inne instytucje zaangażowane w stabilizowanie systemu finansowego (tj. instytucje regulujące i nadzorujące instytucje i rynki finansowe, systemy gwarantowania depozytów oraz rząd w zakresie, w jakim uczestniczy on w działaniach korygujących bądź naprawczych podejmowanych przez pozostałe instytucje). Sformalizo-

wanie tego procesu należy odnieść przede wszystkim do ścisłego podziału kompetencji, określenia zasad i procedur wymiany informacji oraz koordynacji działań naprawczych. W większości rozwiniętych systemów finansowych, do wiadomości publicznej podane są jedynie ogólne procedury dotyczące podziału kompetencji, koordynacji działań naprawczych oraz wymiany informacji⁴⁶. Szczegółowe metody oraz instrumenty zarządzania sytuacją kryzysową mają natomiast charakter działań dyskrecjonalnych, a ich ewentualne wykorzystanie uzależnione jest od skali zagrożenia stabilności systemu oraz niezależnych bądź podejmowanych w sposób kolegialny decyzji instytucji zaangażowanych w proces zarządzania sytuacją kryzysową. Warto dodać, że takie procedury czy też mechanizmy zarządzania kryzysem tworzone są również na szczeblu ponadnarodowym, np. w odniesieniu do strefy euro.

REFORMA ZARZĄDZANIA KRYZYSEM – PRZYPADEK WIELKIEJ BRYTANII⁴⁷

W okresie poprzedzającym kryzys finansowy w Wielkiej Brytanii wprowadzono nowe zasady zarządzania sytuacją kryzysową⁴⁸ (tabela 12). Proces ten opierał się na współdziałaniu trzech instytucji stabilizujących system finansowy. Były nimi: Bank Anglii, ministerstwo skarbu oraz instytucja nadzorcza (*Financial Services Authority, FSA*).

Należy zwrócić uwagę na rozgraniczenie wprowadzone w strukturze zarządzania kryzysem w zależności od formy sytuacji kryzysowej. Formy te określono mianem kryzysu finansowego oraz zakłócenia operacyjnego⁴⁹. Ramy zarządzania kryzysem finansowym w Wielkiej Brytanii tworzyły Trójstronny Komitet Stały

⁴⁶ Jednym z wyjątków w tym względzie jest polski system finansowy, bowiem treść Porozumienie Ministra Finansów, Prezesa NBP i Przewodniczącego KNF w sprawie współpracy na rzecz wspierania stabilności krajowego systemu finansowego nie została podana do publicznej wiadomości.

⁴⁷ W raporcie zwrócono szczególną uwagę na przypadek Wielkiej Brytanii z co najmniej dwóch względów. Po pierwsze, analizując reform w poszczególnych systemach finansowych, wydaje się, że Wielka Brytania i działania podejmowane przez Bank Anglii mają charakter pionierski wobec innych rozwiązań. Po drugie, w literaturze często prezentowany jest przypadek Wielkiej Brytanii jako swoisty *benchmark* dla rozwiązań krajowych.

⁴⁸ Podstawą struktury zarządzania sytuacją kryzysową w Wielkiej Brytanii było Porozumienie Wielostronne (*MoU*). Proces ten przebiegał podobnie w Szwecji, Szwajcarii, a także w Polsce. W Wielkiej Brytanii jednak poza samym porozumieniem, nie mającym prawnie wiążącej formy, utworzono Trójstronny Komitet Stały i dwie Grupy Robocze.

⁴⁹ Kryzysy finansowe wywoływane są przez zakłócenia w finansowej sferze funkcjonowania instytucji i rynków finansowych, zakłócenia operacyjne natomiast mają swe źródła w operacyjno-technicznej sferze funkcjonowania systemu finansowego.

(którego posiedzenia odbywały się co miesiąc) oraz dwie Grupy Robocze (każda z nich powołana została dla innej formy zakłócenia w funkcjonowaniu systemu).

Tabela 12. Ramy zarządzania kryzysem finansowym w Wielkiej Brytanii (stan przed kryzysem)

Trójstronny Komitet Stały (<i>Tripartite Standing Committee</i>)		
SKŁAD		
ministerstwo skarbu	Bank Anglii	FSA
ZADANIA		
– Koordynacja działań na prawczych z rządem (m.in. decyzja o wykorzystaniu funduszy publicznych)	– Szacowanie odporności rynku finansowego na zaburzenia – Zapewnienie prawidłowego funkcjonowania systemu płatniczego – Awaryjne zasilenie systemu finansowego lub instytucji w środki płynne (wymagana zgoda ministerstwa skarbu)	– Regulowanie nadzorowanych instytucji finansowych – Wspieranie i koordynowanie prywatnych rozwiązań sytuacji kryzysowej – Szacowanie systemowych konsekwencji sytuacji kryzysowej
GRUPY ROBOCZE		
Grupa Wspólnego Koordynowania Kryzysu (<i>Joint Crisis Co-ordination Team</i>) – kryzys finansowy – Odpowiedzialność za operacyjną stronę współdziałania trzech instytucji stabilizowania systemu finansowego – Grupie przewodniczy FSA, w jej skład wchodzi również pracownicy Banku Anglii dysponujący wiedzą praktyczną (ich wybór uzależniony jest od natury kryzysu) oraz pracownicy ministerstwa skarbu w roli obserwatorów – Zadania grupy obejmują: gromadzenie i ocenę informacji o źródłach niestabilności systemu, koordynowanie działań trzech instytucji stabilizujących system finansowy oraz wymiana informacji między Trójstronnym Komitetem Stałym a uczestnikami rynku finansowego oraz instytucjami o charakterze międzynarodowym		Międzyrynkowa Grupa ds. Kontynuacji Działania (<i>Cross-Market Business Continuity Group</i>) – zakłócenia o charakterze operacyjnym – Grupie przewodniczy Bank Anglii, w jej skład wchodzi pracownicy Banku Anglii, FSA i ministerstwa skarbu, będący jednocześnie praktykami w zakresie specyficznych zagadnień związanych z techniczną stroną i infrastrukturą systemu – Pełni funkcję doradczą wobec władz państwowych lub rynkowych odpowiedzialnych za podjęcie działań niezbędnych do likwidacji źródła zakłócenia oraz jest odpowiedzialna za gromadzenie informacji i koordynowanie decyzji sektora finansowego w celu ograniczenia oddziaływania niekorzystnego zjawiska

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bank of England (2005).

Ramy zarządzania sytuacją kryzysową w Wielkiej Brytanii precyzyjnie określały podział zadań między trzy instytucje. Jednocześnie należy zwrócić uwagę na dość ogólny sposób komunikowania samych instrumentów wykorzystywa-

nych przez poszczególne instytucje. Przyjęto bowiem zasadę zgodnie z którą, poszczególne instytucje stabilizujące system finansowy, w sposób dyskrejonalny decydują o momencie, rodzaju oraz częstotliwości wykorzystania poszczególnych instrumentów. Sposób poinformowania opinii publicznej o strukturze zarządzania kryzysem pozwala zakomunikować uczestnikom rynku finansowego istnienie instytucjonalnych ustaleń zapewniających efektywną koordynację działań stabilizujących system finansowy i jednocześnie ogranicza niebezpieczeństwo wzrostu pokusy nadużycia ze strony instytucji finansowych.

Tabela 13. Propozycja reformy zarządzania kryzysem finansowym w Wielkiej Brytanii

Instytucja		Okres prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego	Materializacja ryzyka na rynkach finansowych	Zarządzanie kryzysem
ministerstwo skarbu		Realizowanie polityki gospodarczej i finansowej	Planowanie wsparcia	Odpowiedzialność za decyzje podjęte w czasie kryzysu, w których wykorzystuje się środki publiczne; wypełnianie zobowiązań międzynarodowych
Bank Anglii	Bank Anglii	Realizowanie polityki pieniężnej, standardowe działania banku centralnego w ramach nadzorowania infrastruktury	Bieżące zapewnienie płynności w sektorze finansowym	Awaryjne zasilanie sektora finansowego w środki płynne
	FPC	Monitorowanie ryzyk, wrażliwości i nierównowag; wykorzystanie instrumentów makroostrożnościowych	Możliwe wykorzystanie instrumentów makroostrożnościowych w procesie redukowania pojawiających się na rynkach zagrożeń	-
	PRA	Standardowe regulowanie i nadzór ostrożnościowy instytucji	Wzmocnienie działań nadzorczych i interwencje na rynku	Uruchomienie SRR i interwencje kryzysowe
	SRU	-	Planowanie wsparcia	Zarządzanie i bieżące realizowanie postanowień SRR

Źródło: Opracowanie własne na podstawie HM Treasury (2010).

Trwający kryzys finansowy uwydatnił niedoskonałości trójstronnego mechanizmu zarządzania kryzysem w Wielkiej Brytanii. Główne zarzuty stawiane przyjętemu przed kryzysem modelowi odnoszą się do błędnie zdefiniowanego podziału

odpowiedzialności, władzy i instrumentów pomiędzy trzy instytucje, przy jednoczesnym niezapewnieniu sprawnych metod wymiany informacji i koordynacji działań naprawczych. Kryzys i brak skuteczności przyjętych dotychczas rozwiązań instytucjonalnych w zakresie zarządzania kryzowego stały się więc bezpośrednią przesłanką do zreformowania mechanizmu zarządzania kryzysem w Wielkiej Brytanii.

Podstawowe założenia reformy odnoszące się do zmian instytucjonalnych koncentrują się na (por. tabela 13):

- utworzeniu Komitetu Polityki Finansowej⁵⁰ (*FPC, Financial Policy Committee*) w Banku Anglii jako instytucji odpowiedzialnej za realizację nadzoru makroostrożnościowego (ma mu towarzyszyć faktyczne wyposażenie Banku Anglii w instrumenty stabilizowania systemu finansowego); projekt reformy zakłada, że w skład Komitetu wejdą osoby zarządzające Bankiem Anglii z prezesem na czele, zewnętrzni eksperci oraz zarządzający pozostałymi instytucjami sieci bezpieczeństwa sektora finansowego,
- utworzenie – jako podmiotu zależnego od Banku Anglii – Instytucji Nadzoru Ostrożnościowego (*PRA, Prudential Regulation Authority*) jako organu odpowiedzialnego za realizowanie nadzoru ostrożnościowego w instytucjach finansowych (funkcja dotychczas pełniona przez FSA); instytucją tą zarządzać będzie rada z prezesem Banku Anglii na czele; w konsekwencji dojdzie do połączenia w ramach jednej instytucji, jaką jest Bank Anglii, funkcji nadzorczych w wymiarze mikro- i makroostrożnościowym,
- utworzenie w ramach Banku Anglii specjalnej jednostki (*SRU, Special Resolution Unit*) zajmującej się wdrożeniem w sytuacji kryzysowej przepisów wynikających z SRR (*special resolution regime* wprowadzonego ustawą *Banking Act* z 2009 r., który dostarcza narzędzi niezbędnych w rozwiązywaniu sytuacji upadających banków i innych instytucji finansowych),
- utworzenie instytucji, której głównym zadaniem będzie dbanie o interesy konsumentów, jakość świadczonych im usług (*CPMA, Consumer Protection and Markets Authority*).

⁵⁰ Warto zwrócić uwagę na analogię do Komitetu Polityki Monetarnej (*Monetary Policy Committee*) odpowiedzialnego za realizację polityki pieniężnej w Banku Anglii; utworzenie FPC ma stanowić wyraz powierzenia Bankowi Anglii formalnego celu wspierania stabilności sektora finansowego.

Niewątpliwie należy zwrócić uwagę na wyraźne zwiększenie kompetencji Banku Anglii w zakresie stabilizowania systemu finansowego i zarządzania sytuacją kryzysową. Uwzględniono także kwestie nieskutecznych dotychczas działań naprawczych i wymiany informacji między instytucjami stabilizującymi system finansowy.

3. *Accountability* banków centralnych w działaniach na rzecz stabilności finansowej – wyniki badań

3.1. Uwagi wstępne

Banki centralne na świecie niewątpliwie w coraz większym zakresie angażują się w stabilizowanie systemu finansowego (Ingves, 2013; Liikanen, 2013)⁵¹. Zaangażowanie to może przybierać rozmaite, omówione w części drugiej niniejszego opracowania, formy. Istotne jest zatem, aby działania podejmowane przez banki centralne były skuteczne, aby przyjąć takie rozwiązania instytucjonalne, które pozwolą tę skuteczność zwiększyć. Jednym z rozwiązań – wykorzystanym w przeszłości w procesie zwiększania skuteczności polityki pieniężnej realizowanej przez banki centralne – jest przyjęcie określonych rozwiązań instytucjonalnych w odniesieniu do jakościowych aspektów polityki banku. W niniejszym opracowaniu skupiono się na dwóch wybranych jakościowych aspektach, tj. odpowiedzialności demokratycznej i przejrzystości.

W ramach prowadzonych badań sformułowano trzy hipotezy badawcze, które w kolejnym kroku zostały poddane weryfikacji.

H1:

Nie istnieje wzorcowy model odpowiedzialności i przejrzystości w zakresie działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej i nie jest możliwym, ani też pożądanym, wypracowanie takiego wzorca. Jednocześnie można wskazać konkretne szczegółowe rozwiązania instytucjonalno-prawne, które występują we wszystkich lub w większości badanych przypadków.

Na podstawie wstępnie przeprowadzonych badań (Matysek-Jędrych, 2012) na grupie wybranych ośmiu banków centralnych, można wskazać ogólne tendencje w zakresie kształtowania instytucjonalnych rozwiązań odnoszących się do odpowiedzialności demokratycznej banków centralnych za stabilność systemu finansowego. Wśród tych rozwiązań warto wymienić: dążenie do precyzyjnego określenia zakresu odpowiedzialności poszczególnych instytucji zaangażowanych w stabilizowanie

⁵¹ W tym miejscu warto przywołać m.in. wyniki badań empirycznych w zakresie wskaźnika zaangażowania banku centralnego w stabilizowanie system finansowego (Smaga 2013).

systemu finansowego (elementy tzw. *safety net*), tendencje w zakresie formalnego określania wzajemnych relacji między instytucjami współodpowiedzialnymi za stabilność systemu finansowego.

H2:

Skuteczna strategia komunikacji banku centralnego w zakresie działań stabilizujących system finansowy powinna uwzględniać, szczególnie w okresie kryzysu, swoisty dylemat reguły – działania dyskrecjonalne (rules versus discretion).

Wykorzystując instrumenty komunikacji bank centralny dokonuje wyboru między działaniami dyskrecjonalnymi a przyjęciem określonych reguł (Kydland, Prescott 1977; Born, Ehrmann, Fratzscher 2011). Optymalny poziom przejrzystości powinien zatem uwzględniać wymiennność (*trade-off*) pomiędzy: możliwością kształtowania oczekiwań podmiotów funkcjonujących na rynku (przeniesienie na grunt stabilności finansowej teorii racjonalnych oczekiwań) oraz potencjalnych zagrożeń związanych z nadmierną przejrzystością (np. wzrost pokusy nadużycia ze strony ważnych systemowo instytucji finansowych, utrata wiarygodności banku centralnego w konsekwencji sformułowania błędnych prognoz, *etc.*). Należy zatem oczekiwać, że w okresie kryzysu nastąpi zmniejszenie przejrzystości działań na rzecz stabilności finansowej i/lub zmiana charakteru strategii komunikacji – z *ex ante* na *ex post* (BIS, 2011b; Buitier, 2012; Matysek-Jędrych 2012).

H3:

Globalny kryzys finansowy wpłynął na ograniczenie dysonansu między praktyką działania banków centralnych (odpowiedzialność de facto) a regulacjami prawnymi zobowiązującymi banki centralne do podejmowania określonych działań (odpowiedzialność de iure).

Globalny kryzys finansowy spowodował wzrost oczekiwań podmiotów funkcjonujących na rynku wobec działań stabilizacyjnych banków centralnych. To z kolei może prowadzić do niebezpiecznej sytuacji, w której banki te staną się swoistymi „zakładnikami” tej presji i oczekiwań. Problem ten należy postrzegać przede

wszystkim z punktu widzenia zagrożenia skuteczności polityki antyinflacyjnej realizowanej przez banki centralne. Dlatego obserwowany wzrost znaczenia tych oczekiwań rodzi potrzebę przejrzystego formułowania i podawania do publicznej wiadomości zakresu działań stabilizacyjnych banku centralnego, a nawet da zdefiniowania tych działań banków centralnych w aktach prawnych (BIS, 2011b; Buitier, 2012).

3.2. Konstrukcja wskaźnika *accountability* banku centralnego w zakresie stabilności finansowej

W procesie konstruowania wskaźnika *accountability* banku centralnego w zakresie stabilności finansowej starano się przede wszystkim dążyć do zaproponowania miary umożliwiającej porównanie przyjętych rozwiązań instytucjonalnych na poziomie poszczególnych krajów. Ponadto, skonstruowany wskaźnik miał dostarczyć informacji na temat ogólnych, ale również szczegółowych tendencji, które występują w badanej grupie krajów.

Istotny wpływ na przyjęte w pracy elementy składowe wskaźnika miały doświadczenia badaczy w zakresie odpowiedzialności demokratycznej i przejrzystości polityki pieniężnej banku centralnego, omówione szerzej w punkcie 1.3 niniejszego opracowania. Dodatkowo, w związku z omawianiem zagadnień obarczonych wysokim stopniem subiektywizmu, starano się zminimalizować wpływ owego subiektywizmu na ocenę poszczególnych zmiennych poprzez stosunkową prostotę konstrukcji, która zapewnia porównywalność różnych rozwiązań instytucjonalnych na poziomie poszczególnych krajów.

W związku z tym, iż celem badania było zweryfikowanie omówionych w punkcie 3.1 hipotez, ich treść nie pozostała bez wpływu na konstrukcję wskaźnika. Stąd m.in. wyodrębnienie odpowiedzialności demokratycznej w ujęciu *de iure* i *de facto* oraz rozgraniczenie kwestii przejrzystości działań banku centralnego w zakresie stabilności finansowej na działania podejmowane *ex ante* i *ex post*.

Niemniej kluczowe kwestie, które nie mogły zostać pominięte w procesie konstruowania wskaźnika związane są ze stopniem zaawansowania badań nad stabilnością finansową jako celem banku centralnego oraz wynikami otrzymanymi w

ramach przeprowadzonego badania pilotażowego. Przegląd dyskusji prowadzonej w literaturze zarówno w okresie przed Globalnym Kryzysem (Goodhart, 2004; ECB, 2005; de Haan, Oosterloo, 2006), jak i już w trakcie jego trwania, a zatem z uwzględnieniem doświadczeń kryzysowych i nowych uwarunkowań prowadzenia polityki przez banki centralne (Borio, Drehmann, 2009; Davis, Green, 2010) pozwala sformułować dość jednoznaczne wnioski na temat niewystarczającego stopnia zaawansowania badań nad stabilności systemu finansowego. Zdecydowania większość badaczy, rozpoczyna omawianie stabilności finansowej od wyraźnego stwierdzenia, iż wciąż pojęcie to jest niejednoznaczne, trudne do oszacowania i nazbyt ogólne.

Skonstruowana na potrzeby niniejszego badania miara odpowiedzialności demokratycznej i przejrzystości banków centralnych w zakresie działań na rzecz stabilności finansowej, składa się z następujących sub-wskaźników:

- odpowiedzialność przedmiotowa *de iure* (odpowiedzialność za co? z mocy prawa) – **wskaźnik 1**,
- odpowiedzialność przedmiotowa *de facto* (odpowiedzialność za co? z mocy moralnego zobowiązania się banku centralnego) – **wskaźnik 2**,
- odpowiedzialność podmiotowa za stabilność finansową (odpowiedzialność przed kim?) – **wskaźnik 3**,
- przejrzystość w zakresie stabilności finansowej jako przejaw odpowiedzialności podmiotowej (odpowiedzialność za pomocą jakich narzędzi komunikowania?) – **wskaźnik 4**.

Konstruując wskaźnik nadano wszystkim elementom 0 punktów (element nie występuje) bądź 1 punkt (element występuje) i jednocześnie tę samą wagę. Nie wprowadzono zatem różnicowania poziomu istotności poszczególnych elementów wskaźnika, głównie ze względu na wciąż żywą dyskusję i kontrowersje, które budzi kwestia stabilności finansowej w działaniach banku centralnego. Wartości wskaźnika nie powinno się zatem interpretować w sposób bezpośredni – jako bezwzględnej oceny *accountability* banku centralnego, ale jednocześnie konstrukcja wskaźnika pozwala na dokonanie porównań stopnia zaawansowania rozwiązań instytucjonalnych w zakresie odpowiedzialności i przejrzystości banków centralnych.

Poszczególne wymiary wskaźnika zostały zdefiniowane za pomocą szczegółowych elementów składowych. Ich dobór wynikał przede wszystkim z przeprowadzonych studiów literaturowych, a efekty zestawiono w tabelach 14-17.

I tak wskaźnik odpowiedzialności przedmiotowej *de iure* (wskaźnik 1) określono za pomocą czterech zmiennych szczegółowych (por. tabela 14), które dotyczą formalnego określenia celu stabilności finansowej, współodpowiedzialności za tę stabilność z innymi instytucjami zaangażowanymi w stabilizowanie systemu finansowego, posiadania oficjalnej definicji stabilności finansowej i kwestii policzalności celu stabilności finansowej.

Tabela 14. Odpowiedzialność przedmiotowa *de iure*

Elementy składowe miary	TAK	NIE
Czy cel stabilności finansowej ma charakter <i>explicite</i> (jest określony w granicach prawa bądź w inny formalny sposób)?	1	0
Czy bank centralny dzieli odpowiedzialność za stabilność finansową z innymi instytucjami w sposób sformalizowany?	1	0
Czy bank centralny posiada oficjalną/ formalną definicję stabilności finansowej?	1	0
Czy cel stabilności finansowej jest policzalny/ częściowo policzalny?	1	0

Źródło: opracowanie własne.

Podobne zmienne szczegółowe wykorzystano w budowaniu wskaźnika odpowiedzialności przedmiotowej w ujęciu *de facto* (por. tabela 15, wskaźnik 2), w którym uwzględniono nieformalne określenie celu stabilności finansowej, współodpowiedzialność za tę stabilność z innymi instytucjami zaangażowanymi w stabilizowanie systemu finansowego w ujęciu *implicite* oraz posiadania przez bank centralny roboczej definicji stabilności finansowej.

Tabela 15. Odpowiedzialność przedmiotowa *de facto*

Elementy składowe miary	TAK	NIE
Czy cel stabilności finansowej ma charakter <i>implicite</i> (jest określony w sposób nieformalny)?	1	0
Czy bank centralny dzieli odpowiedzialność za stabilność finansową z innymi instytucjami w sposób niesformalizowany?	1	0
Czy bank centralny posiada roboczą definicję stabilności finansowej?	1	0

Źródło: opracowanie własne.

W sub-wskaźniku odpowiedzialności podmiotowej za stabilność systemu finansowego (por. tabela 16) uwzględniono cztery stwierdzenia charakteryzujące relacje pomiędzy bankiem centralnym a *accountee* (wskaźnik 3).

Tabela 16. Odpowiedzialność podmiotowa za stabilność finansową

Elementy składowe miary	TAK	NIE
Czy bank centralny podlega zewnętrznemu monitoringowi w związku z celem stabilności finansowej?	1	0
Czy istnieje obowiązek przedkładania <i>accountee</i> sprawozdań/ wyjaśnień z prowadzonych działań w związku ze stabilnością finansową, innych niż raport roczny?	1	0
Czy rząd/ Parlament mają prawo udzielać instrukcji bankowi centralnemu odnośnie stabilności finansowej?	1	0
Czy istnieje mechanizm pozwalający <i>accountee</i> korygować decyzje banku centralnego w zakresie stabilności finansowej?	1	0

Źródło: opracowanie własne.

Ostatni sub-wskaźnik dotyczy przejrzystości w zakresie stabilności finansowej, jako przejawu odpowiedzialności podmiotowej (por. tabela 17, wskaźnik 4). Uwzględnienie poziomu transparentności w odniesieniu do działań stabilizujących system finansowy miało na celu zbadanie, za pomocą jakich narzędzi bank centralny komunikuje podejmowane działania oraz na ile badane banki centralne uwzględniają w swej polityce swoisty dylemat *rules versus discretion*. Stąd wśród badanych elementów wyodrębniono komunikowanie w ujęciu *ex post* (wyjaśnienie podjętych przez bank centralny działań) oraz w ujęciu *ex ante* (wyjaśnienie zamierzonych przez bank centralny działań). Konstruując wskaźnik transparentności banku centralnego wykorzystano dotychczasowe osiągnięcia w zakresie szacowania przejrzystości zarówno w odniesieniu do polityki pieniężnej, jak i pierwsze próby szacowania przejrzystości działań podejmowanych w ramach stabilności finansowej (np. Sotomska-Krzysztofik, Szczepańska, 2006; Horváth, Vaško, 2012).

Tabela 17. Przejrzystość w zakresie stabilności finansowej jako przejaw odpowiedzialności podmiotowej

Elementy składowe miary	TAK	NIE
Czy bank centralny dokonuje systematycznej oceny stabilności finansowej?	1	0
Czy wyniki tej systematycznej oceny są publikowane (w formie raportu o stabilności finansowej lub innej specjalnej formie)?*	1	0
Czy bank centralny organizuje konferencje prasowe poświęcone wyjaśnieniu podjętych decyzji (<i>ex post</i>) w zakresie stabilności finansowej?	1	0
Czy bank centralny organizuje konferencje prasowe poświęcone wyjaśnieniu przyszłych decyzji (<i>ex ante</i>) w zakresie stabilności finansowej?	1	0
Czy bank centralny publikuje komunikaty prasowe poświęcone działaniom w zakresie stabilności finansowej (<i>ex post</i> – wyjaśnienie podjętych działań)?	1	0
Czy bank centralny publikuje komunikaty prasowe poświęcone działaniom w zakresie stabilności finansowej (<i>ex ante</i> – wyjaśnienie zamierzonych działań)?	1	0
Czy bank centralny wydaje oświadczenia dotyczące przyszłych działań podejmowanych w zakresie stabilności finansowej?	1	0

Źródło: opracowanie własne.

3.3. Wyniki badań

Badanie odpowiedzialności i przejrzystości banku centralnego w działaniach na rzecz stabilności finansowej prowadzone były na grupie dwudziestu dwóch banków centralnych z krajów OECD⁵² w okresie maj-lipiec 2013 roku. W związku z tym, że starano się uwzględnić wpływ trwającego kryzysu na przyjęcie konkretnych, nowych rozwiązań instytucjonalnych w zakresie stabilności finansowej, badaniem objęto dwa roczniki 2007 (który zdefiniowano jako okres przed kryzysem) oraz 2013 (sytuacja bieżąca).

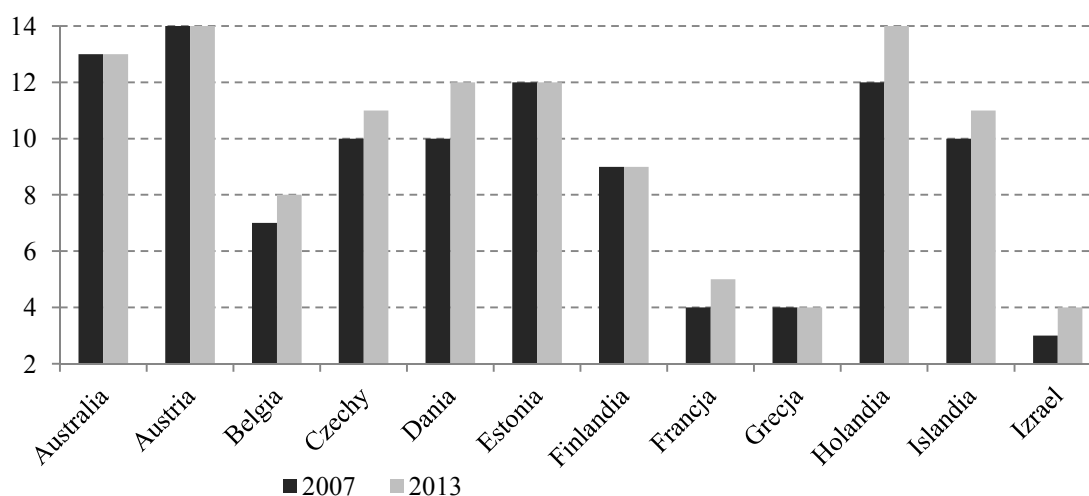
Dodatkowo w badaniach – wyłącznie w celach poznawczych – uwzględniono dane dla Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Należy jednocześnie podkreślić odmienny, ponadnarodowy charakter tego banku na tle pozostałych oraz wynikające z tego podział kompetencji pomiędzy EBC i narodowymi bankami centralnymi i specyfikę przyjętych rozwiązań instytucjonalno-prawnych. Stąd Europejski

⁵² W niniejszym opracowaniu uwzględniono wyniki jedynie dla tych banków centralnych krajów OECD, które udzieliły zgody na publikowanie wyników szczegółowych zgromadzonych w ramach badania ankietowego. Badanie przeprowadzono bowiem na grupie

Bank Centralny nie został włączony do wyników badań dla omawianej grupy banków w niniejszej publikacji⁵³.

Na wykresach 1 i 2 zaprezentowano wyniki w odniesieniu od ogólnego wskaźnika *accountability* dla badanej grupy banków centralnych.

Wykres 1. Wskaźnik *accountability* dla wybranych banków centralnych (2007-2013)

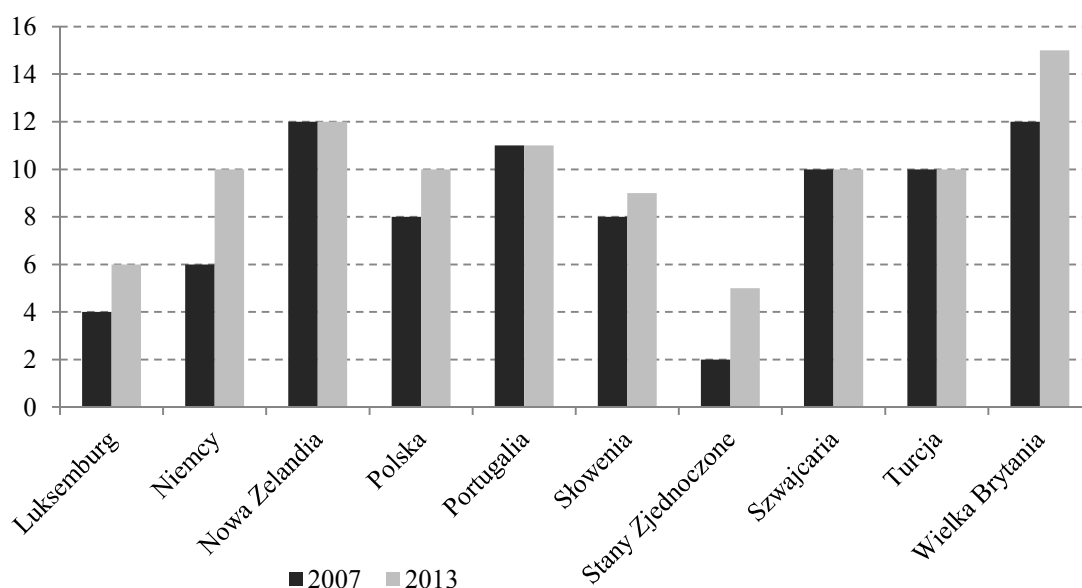


Źródło: opracowanie własne.

Analizując dane można dostrzec dwie tendencje: stabilizacja wartości wskaźnika (w większości przypadków – poza Grecją – stabilizacja ta miała miejsce przy stosunkowo wysokiej wartości wyjściowej badanego wskaźnika) lub też wyraźny wzrost wartości wskaźnika (w trzynastu przypadkach nastąpił wzrost wartości wskaźnika *accountability* w okresie 2007-2013, średnio o 35%). Odwołując się zatem w tym miejscu do hipotezy pierwszej, należy wskazać ogólną tendencję do wzrostu odpowiedzialności banków centralnych za stabilność systemu finansowego w latach 2007-2013.

⁵³ Zagadnienie odpowiedzialności i przejrzystości w działaniach na rzecz stabilności finansowej oraz tendencje w zakresie kształtowania roli Europejskiego Banku Centralnego w stabilizowaniu systemu finansowego i zmiany, które dokonują się w Eurosystemie w odpowiedzi na Globalny Kryzys, będą przedmiotem odrębnej publikacji, przygotowywanej przez autorkę.

Wykres 2. Wskaźnik *accountability* dla wybranych banków centralnych (2007-2013)

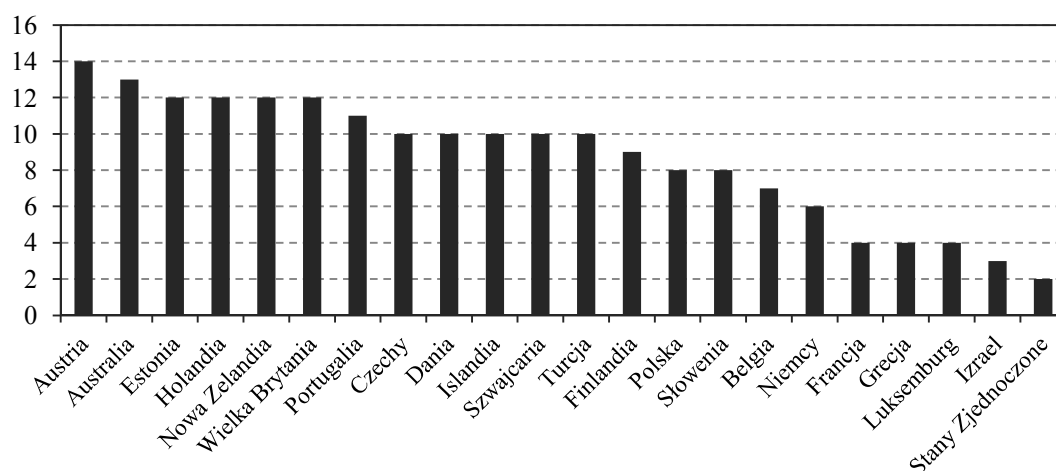


Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych zaprezentowanych na dwóch kolejnych wykresach (wykresy 3 i 4) pozwala porównać sytuację w odniesieniu do wartości wskaźnika *accountability* w latach 2007 i 2013. Najwyższe wartości wskaźnika w 2007 r. odnotowano w przypadkach Austrii, Australii, Estonii, Holandii, Nowej Zelandii i Wielkiej Brytanii. Z kolei najniższe wartości wskaźnika *accountability* w odniesieniu do działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej zanotowano w Stanach Zjednoczonych, Izraelu, Luksemburgu, Grecji i Francji.

Warto zwrócić uwagę na rozbieżności w przyjmowaniu konkretnych rozwiązań instytucjonalno-prawnych w odniesieniu do działań stabilizacyjnych banków centralnych przez narodowe banki centralne państw funkcjonujących w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW; wartości wskaźnika *accountability* Austrii i Estonii były w 2007 r. wielokrotnie wyższe od wartości tegoż wskaźnika dla Luksemburga, Grecji czy Francji).

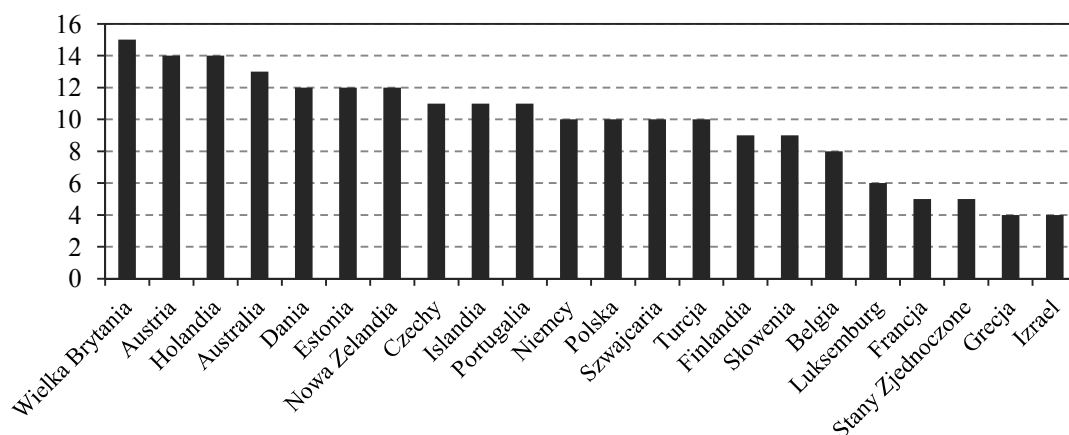
Wykres 3. Ranking banków centralnych pod względem poziomu wskaźnika *accountability* (2007 r.)



Źródło: opracowanie własne.

W 2013 r. nastąpił wzrost wartości wskaźnika w ponad połowie badanych banków centralnych. Zmieniła się również sytuacja w odniesieniu do ‘liderów’ zestawienia. Czołowe miejsca zajęły następujące kraje: Wielka Brytania, Austria, Holandia, Australia, Dania, Estonia i Nowa Zelandia. Natomiast w odniesieniu do krajów o najniższej wartości wskaźnika *accountability*, sytuacja nie uległa niemalże zmianie. Grupę tę stanowią te same banki centralne (z Izraela, Grecji, Stanów Zjednoczonych, Francji i Luksemburga), niewielkie zmiany dostrzec można jedynie w kolejności krajów (por. wykres 3). Jednocześnie nadal utrzymują się znaczne dysproporcje w przyjętych rozwiązaniach instytucjonalno-prawnych w odniesieniu do kwestii stabilności finansowej pomiędzy bankami centralnymi państw należących do Unii Gospodarczej i Walutowej.

Wykres 4. Ranking banków centralnych pod względem poziomu wskaźnika *accountability* (2013 r.)



Źródło: opracowanie własne.

Ogólne tendencje w zakresie kształtowania wybranych jakościowych aspektów polityki banku centralnego (tj. odpowiedzialności demokratycznej i przejrzystości działań na rzecz stabilności finansowej) można również sformułować na podstawie prostych statystyk obliczonych dla całej badanej grupy banków centralnych w roku 2007 i 2013 (por. tabela 18). Wartość średnia wskaźnika wzrosła z poziomu 8,78 punktów w 2007 r. do 9,83 punkty w 2013 r., redukcji uległy natomiast zarówno odchylenie standardowe (odpowiednio 3,46 i 3,20 w latach 2007 i 2013), jak i współczynnik zmienności (39,44% i 32,56% odpowiednio w 2007 i 2013 r.). Względne zróżnicowanie rozwiązań instytucjonalnych w zakresie odpowiedzialności i przejrzystości banków centralnych za stabilność systemu finansowego uległo zatem zmniejszeniu, co pozwala sformułować wniosek na temat zbliżonego ogólnego kierunku reform w badanej grupie banków centralnych. Omawiane wielkości pozwalają zatem na weryfikację hipotezy pierwszej, zgodnie z którą – pomimo tego, że nie istnieje jeden wzorcowy model rozwiązań instytucjonalnych w zakresie kształtowania odpowiedzialności banków centralnych za stabilność finansową – to występują wyraźne tendencje w tym względzie.

Tabela 18. Zróżnicowanie i poziom wskaźnika *accountability* w zakresie stabilności finansowej w latach 2007 i 2013

	Wartość średnia	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
2007	8,78	3,46	39,44%
2013	9,83	3,20	32,56%

Źródło: opracowanie własne.

Pierwszym elementem poddanym głębszej analizie jest ukształtowanie instytucjonalne w zakresie odpowiedzialności w ujęciu przedmiotowym *de iure*, które można utożsamiać z formalnym określeniem zakresu odpowiedzialności banków centralnych za stabilność systemu finansowego. Trwający kryzys finansowy znalazł odzwierciedlenie w wyraźnej tendencji do przejrzystego formułowania i formalizowania zaangażowania banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego (por. tabela 19). Może to wynikać przede wszystkim z rosnących wobec banku centralnego oczekiwań podmiotów funkcjonujących na rynku odnośnie podejmowania działań stabilizujących system finansowy. Aby nie ulec swoistej presji ze strony otoczenia i tym samym, aby nie dopuścić do sytuacji stanowiącej potencjalne zagrożenie dla skuteczności polityki antyinflacyjnej, podejmowane są na coraz większą skalę działania zmierzające do precyzyjnego i przejrzystego zdefiniowania w granicach prawa zakresu odpowiedzialności banku centralnego za stabilność systemu finansowego.

W dziesięciu przypadkach nastąpił wzrost wartości wskaźnika odpowiedzialności za stabilność systemu finansowego *de iure*, w trzech kolejnych (Belgia, Estonia, Islandia) trwają intensywne prace, których efektem ma być wzmocnienie formalnego zdefiniowania stabilności finansowej oraz określenia kompetencji podmiotów uczestniczących w stabilizowaniu systemu finansowego⁵⁴.

⁵⁴ Efekty prac legislacyjnych spodziewane są w 2014 r.

Tabela 19. Odpowiedzialność w ujęciu przedmiotowym *de iure* (2007 i 2013)

0	1	2	3	4
2007				
Holandia	Austria	Australia	-	-
Islandia	Belgia	Czechy		
Izrael	Francja	Dania		
Luksemburg	Niemcy	Estonia		
Stany Zjednoczone	Polska	Finlandia		
	Szwajcaria	Grecja		
		Nowa Zelandia		
		Portugalia		
		Słowenia		
		Turcja		
		Wielka Brytania		
2013				
0	1	2	3	4
-	Austria	Australia	Dania (+1)	-
	Belgia*	Czechy	Francja (+2)	
	Islandia (+1)*	Estonia*	Niemcy (+2)	
	Szwajcaria	Finlandia	Polska (+2)	
		Grecja	Słowenia (+1)	
		Holandia (+2)		
		Izrael (+2)		
		Luksemburg (+2)		
		Nowa Zelandia		
		Portugalia		
		Stany Zjednoczone (+2)		
		Turcja		
		Wielka Brytania		

* Trwają intensywne prace legislacyjne w odniesieniu do formalnej definicji i formalnej kooperacji w ramach stabilizowania systemu finansowego (efekt w ciągu najbliższych miesięcy).

Źródło: opracowanie własne.

Wspomniane tendencje w zakresie zwiększania odpowiedzialności za stabilność systemu finansowego w ujęciu *de iure* znajdują również potwierdzenie w kształtowaniu się wartości średniej wskaźnika w roku 2007 i 2013 (odpowiednio 1,3 i 2), malejącej wartości odchylenia standardowego (spadek o 0,15 w latach 2007-2013) oraz wyraźnej redukcji współczynnika zmienności (o blisko 30 punktów procentowych w okresie 2007-2013, por. tabela 20). Tym samym, zidentyfikowano kolejne tendencje, które można uznać za dominujące rozwiązania instytucjonalno-prawne, o których wspomniano w sformułowanej hipotezie pierwszej.

Tabela 20. Zróżnicowanie i poziom wskaźnika odpowiedzialności *de iure* w zakresie stabilności finansowej w latach 2007 i 2013

	Wartość średnia (% wartości maks.)	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
2007	1,30 (32,6%)	0,82	63,03%
2013	2 (50%)	0,67	33,71%

Źródło: opracowanie własne.

Jednym z elementów szczegółowych poddanych badaniu była kwestia obarczenia banku centralnego formalnym celem stabilności finansowej (de Grauwe, Gros, 2009 uznali nawet, iż wskazanie celu stabilności finansowej w sposób jest warunkiem wstępnym dla podejmowania skutecznych działań stabilizujących system finansowy). W 2007 r. osiem banków centralnych⁵⁵ zadeklarowało nieposiadanie formalnego celu stabilności finansowej (dodatkowo również EBC nie posiadał takiego celu). Sytuacja uległa zasadniczej zmianie w 2013 r., kiedy to już tylko jeden bank – Narodowy Bank Austrii – uznał, iż nie posiada formalnego celu stabilności finansowej, a jego zadania ograniczono do gromadzenia informacji nt. stabilności systemu finansowego (*'facts findings'*). Jednocześnie trzy banki centralne (Bank Anglii, Bank Portugalii i Narodowy Bank Czech) wskazały na wzmocnienie bądź doprecyzowanie celu stabilności finansowej w okresie 2007-2013 (element ten pozwala potwierdzić hipotezę 1 i wskazać formalne określenie celu stabilności finansowej jako dominujące rozwiązanie w zakresie *accountability* banku centralnego w ramach stabilizowania systemu finansowego).

Formalny cel stabilności finansowej został w rozmaity sposób określony w aktach prawnych regulujących funkcjonowanie poszczególnych banków centralnych (np. wspieranie stabilności, przyczynianie się do stabilności, działanie na rzecz stabilności, wzmocnianie stabilności, uczestniczenie w utrzymaniu stabilności systemu finansowego), przy czym podkreślić należy wysoki stopień ostrożności i niejednoznaczności w formułowaniu tegoż celu.

Jedynie w trzech przypadkach (Bank Anglii, Bank Portugalii i Narodowy Bank Czech) sformułowanie celu ma znacznie bardziej jednoznaczny charakter, a

⁵⁵ Brak formalnego celu stabilności finansowej zadeklarowały banki centralne Austrii, Francji, Holandii, Islandii, Izraela, Luksemburga, Niemiec i Polski.

poszczególne banki centralne zostały prawnie zobligowane do zapewnienia stabilności systemu finansowego (Czechy i Portugalia⁵⁶) lub do chronienia i zwiększania stabilności systemu finansowego (Wielka Brytania⁵⁷).

Analizując kwestię instytucjonalnych rozwiązań w zakresie odpowiedzialności *de iure* za stabilność systemu finansowego, warto zwrócić również uwagę na tendencje w zakresie formalnego definiowania relacji pomiędzy instytucjami współodpowiedzialnymi za stabilność systemu finansowego. W siedmiu z analizowanych w opracowaniu dwudziestu trzech przypadkach nastąpiła formalizacja relacji pomiędzy instytucjami zaangażowanymi w stabilizowanie systemu finansowego w okresie 2007-2013 (krajami tymi są Francja, Holandia, Luksemburg, Niemcy, Polska, Słowenia i Stany Zjednoczone). Dominującym rozwiązaniem instytucjonalnym jest tworzenie komitetów (*committee*) lub rad (*council*) o zróżnicowanym jednakże składzie. Inną formą przyjmowaną w zakresie określania relacji pomiędzy instytucjami stabilizującymi system finansowy są porozumienia (*memorandum of understanding*), w których w jednoznaczny sposób wskazano kompetencje każdego podmiotu.

W grupie analizowanych dwudziestu dwóch banków centralnych, w trzynastu przyjęto rozwiązanie instytucjonalne wykorzystujące komitet lub radę jako forum współpracy instytucji stabilizujących system finansowy. Odmienne natomiast został zdefiniowany skład tychże komitetów/ rad, który przedstawia się następująco:

- bank centralny, instytucja nadzorująca i ministerstwo finansów (Austria, Estonia, Holandia, Luksemburg, Niemcy, Polska),
- Dania: przedstawiciele czterech ministerstw (po jednym przedstawicielu), przedstawiciele instytucji nadzorującej i banku centralnego (po dwóch przedstawicieli) i trzech niezależni eksperci,

⁵⁶ Warto zwrócić uwagę na brak konsekwencji w reformach dotyczących zaangażowania Banku Portugalii w stabilizowanie systemu finansowego, bowiem zwiększeniu mandatu banku centralnego w zakresie stabilności finansowej nie towarzyszy wprowadzenie formalnej definicji stabilności systemu finansowego.

⁵⁷ *Financial stability entails maintaining an efficient flow of funds within the economy and confidence in financial intermediaries. This is pursued through: the Bank's financial operations, including as lender of last resort; the decisions of the Financial Policy Committee; the Prudential Regulation Authority's prudential regulation of financial institutions; the Bank's role as resolution authority; and Bank oversight and regulation of key payment, clearing and settlement infrastructure.*

- Francja: minister gospodarki, prezesi banku centralnego, AMF (instytucja nadzorująca rynki finansowe, *Autorité des Marchés Financiers*), ANC (*Autorité des Normes Comptables*) i trzech niezależni eksperci,
- Stany Zjednoczone: *Financial Stability Oversight Council* – rozbudowana rada, w skład której wchodzi instytucje nadzorujące, Fed, FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), Departament Skarbu (przedstawiciele dziewięciu instytucji),

Warto dodać, że trwają prace legislacyjne mające na celu powołanie komisji lub rady w kilku kolejnych krajach, tj. w Belgii, Islandii, Portugalii (komisja działa, ale trwają prace nad włączeniem banku centralnego w jej prace) oraz Słowenii.

W kilku kolejnych krajach jako formę instytucjonalną dla określenia relacji pomiędzy instytucjami stabilizującymi system finansowy wybrano porozumienia (*Memorandum of Understanding*) pomiędzy bankiem centralnym a instytucją nadzorującą system finansowy (Australia, Finlandia – porozumienie podpisane na czas kryzysu, Dania – dodatkowo obok Rady ds. Ryzyka Systemowego, Nowa Zelandia i Turcja oraz Estonia, gdzie poza komitetem obowiązują dwa porozumienia, odrębne na czas normalny i na czas kryzysu).

W tym miejscu warto wspomnieć o występowaniu odwrotnej tendencji w przypadku Wielkiej Brytanii, gdzie po doświadczeniach Globalnego Kryzysu, zdecydowano się na reformę zarządzania kryzysem w systemie finansowym (por. punkt 2.2 niniejszego opracowania). Reforma ta ma na celu przede wszystkim skoncentrowanie odpowiedzialności i kompetencji w zakresie stabilności systemu finansowego w Banku Anglii i uniknięcie tym samym konieczności koordynowania działań podejmowanych przez kilka instytucji.

Odpowiedzialności za stabilność systemu finansowego *de iure* przeciwstawiono w badaniu odpowiedzialność za stabilność systemu finansowego *de facto*. Takie ujęcie analityczne miało na celu wzmocnienie sformułowanych wniosków na temat tendencji w zakresie powszechnego wprowadzania w zakresie działań banków centralnych na rzecz stabilności finansowej, rozwiązań instytucjonalnych opartych na formalnych, wręcz prawnie usankcjonowanych zasadach. Jednocześnie porównanie wartości wskaźników 1 i 2, pozwoli na weryfikację hipotezy trzeciej, zgodnie z

którą Globalny Kryzys wpłynął na ograniczenie dysonansu między praktyką działania banków centralnych (odpowiedzialność *de facto*) a regulacjami prawnymi zobowiązującymi banki centralne do podejmowania określonych działań (odpowiedzialność *de iure*).

Tabela 21. Odpowiedzialność w ujęciu przedmiotowym *de facto* (2007 i 2013)

0	1	2	3
2007			
Czechy	Australia	Izrael	Austria
Grecja	Belgia	Polska	Holandia
Nowa Zelandia	Dania		Islandia
Turcja	Estonia		
	Finlandia		
	Francja		
	Luksemburg		
	Niemcy		
	Portugalia		
	Słowenia		
	Stany Zjednoczone		
	Szwajcaria		
	Wielka Brytania		
2013			
0	1	2	3
Czechy	Australia	Holandia (-1)	Austria
Francja (-1)	Belgia	Islandia (-1)	
Grecja	Dania		
Izrael (-2)	Estonia		
Nowa Zelandia	Finlandia		
Polska (-2)	Luksemburg		
Turcja	Niemcy		
	Portugalia		
	Słowenia		
	Stany Zjednoczone		
	Szwajcaria		
	Wielka Brytania		

Źródło: opracowanie własne.

Należy zatem oczekiwać, że rosnącej odpowiedzialności banków centralnych za stabilność systemu finansowego *de iure*, będzie towarzyszyła tendencja do zmniejszania odpowiedzialności przedmiotowej w ujęciu nieformalnym. W tabeli 21 zestawiono wartości wskaźnika odpowiedzialności w ujęciu przedmiotowym *de facto* dla badanych banków centralnych w latach 2007 i 2013.

Analizując dane prezentowane w tabeli 21 należy podkreślić przede wszystkim stosunkowo niski poziom wyjściowy wskaźnika odpowiedzialności (tj. dla 2007

r.) – ponad połowa badanych banków centralnych uzyskała wartość 1 oraz dostrzegalną tendencję do zmniejszania znaczenia odpowiedzialności przedmiotowej w ujęciu nieformalnym (jednakże tendencja taka wystąpiła tylko w odniesieniu do pięciu banków centralnych).

Dostrzegalne, aczkolwiek nie tak silne, jak w przypadku odpowiedzialności za stabilność systemu finansowego *de iure*, tendencje w zakresie zmniejszania odpowiedzialności za stabilność systemu finansowego w ujęciu *de facto* znajdują również potwierdzenie w kształtowaniu się wartości średniej wskaźnika w roku 2007 i 2013 (odpowiednio 1,22 i 0,91), malejącej wartości odchylenia standardowego (spadek o 0,11 w latach 2007-2013), przy jednoczesnym wzroście wartości współczynnika zmienności (o blisko 13 punktów procentowych w okresie 2007-2013). Względna zmienność przyjętego rozwiązania instytucjonalnego w badanej grupie 22 banków centralnych wzrosła (por. tabela 22).

Tabela 22. Zróżnicowanie i poziom wskaźnika odpowiedzialności *de facto* w zakresie stabilności finansowej w latach 2007 i 2013

	Wartość średnia (% wartości maks.)	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
2007	1,22 (40,56%)	0,90	74,12%
2013	0,91 (30,43%)	0,79	86,82%

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym elementem składowym wskaźnika *accountability* banków centralnych w zakresie działań na rzecz stabilności finansowej jest odpowiedzialność w ujęciu podmiotowym (por. tabela 23). Ten wymiar odpowiedzialności budzi stosunkowo dużo kontrowersji, w związku z silnym wpływem nurtu ekonomii politycznej na praktykę działania banków centralnych.

Warto zwrócić uwagę na niski poziom wyjściowy wskaźnika odpowiedzialności w ujęciu podmiotowym (średnia wartość wskaźnika wyniosła 1,04, tj. 26% wartości maksymalnej wskaźnika). Tylko w jednym przypadku (Bank Rezerwy Australii) wartość wskaźnika odpowiedzialności podmiotowej osiągnęła maksymalną wartość (tj. 4).

Tabela 23. Odpowiedzialność w ujęciu podmiotowym (2007 i 2013)

0	1	2	3	4
2007				
Dania	Belgia	Austria	Wielka Brytania	Australia
Francja	Estonia	Czechy		
Islandia	Grecja	Finlandia		
Izrael	Słowenia	Holandia		
Luksemburg	Szwajcaria	Nowa Zelandia		
Niemcy		Portugalia		
Polska				
Stany Zjednoczone				
Turcja				
2013				
0	1	2	3	4
Dania	Estonia	Austria	-	Australia
Francja	Grecja	Belgia (+1)		Wielka Brytania (+1)
Islandia	Polska (+1)	Czechy		
Izrael	Słowenia	Finlandia		
Luksemburg	Stany Zjednoczone (+1)	Holandia		
Niemcy		Nowa Zelandia		
Turcja	Szwajcaria	Portugalia		

Źródło: opracowanie własne.

Identyfikacja tendencji w zakresie kształtowania relacji pomiędzy bankiem centralnym a *accountee* jest trudna, bowiem zmiany w wartości wskaźnika w latach 2007-2013 wystąpiły tylko w czterech przypadkach. Wprawdzie w każdym z nich mamy do czynienia ze wzrostem wskaźnika (o 1), jednakże trudno na tej podstawie formułować uogólniające wnioski na temat zwiększania odpowiedzialności banków centralnych za stabilność systemu finansowego w ujęciu podmiotowym.

Wydaje się, że podstawową barierą w zwiększaniu odpowiedzialności banków centralnych za stabilność finansową w ujęciu podmiotowym jest nieprecyzyjne zdefiniowanie celu stabilności finansowej. Brak możliwości operacjonalizacji pojęcia stabilność systemu finansowego tworzy naturalną niemal ochronę banków centralnych przed zwiększeniem ich odpowiedzialności i jednocześnie swoistej zależności w zakresie realizacji celu stabilności finansowej od *accountee*.

Podmiotowy wymiar odpowiedzialności banków centralnych za stabilność systemu finansowego podlegał zatem w latach 2007-2013 zmianom w najmniejszym stopniu ze wszystkich analizowanych w niniejszym opracowaniu sub-wskaźników (por. tabela 24). Średnia wartość wskaźnika uległa niewielkiemu wzrostowi (z 1,04

w 2007 r. do 1,21 w 2013 r.). Wysoka różnorodność rozwiązań instytucjonalnych w zakresie odpowiedzialności podmiotowej znajduje odzwierciedlenie w statystykach opisujących zmienność badanej cechy, tj. odchyleniu standardowym (wartości uzyskane w 2007 i 2013 r. wyniosły odpowiednio 1,47 i 1,20) oraz przede wszystkim w bardzo wysokiej wartości współczynnika zmienności, który wyniósł w badanym okresie 109,94% (2007 r.) i 98,93% (2013 r.).

Tabela 24. Zróżnicowanie i poziom wskaźnika odpowiedzialności podmiotowej w zakresie stabilności finansowej w latach 2007 i 2013

	Wartość średnia (% wartości maks.)	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
2007	1,04 (26,00%)	1,47	109,94%
2013	1,21 (30,25%)	1,20	98,93%

Źródło: opracowanie własne.

Ostatnim sub-wskaźnikiem analizowanym w niniejszym opracowaniu jest wskaźnik przejrzystości banków centralnych w zakresie podejmowanych działań stabilizujących system finansowy (por. tabela 25). Charakterystyczny jest wysoki poziom zróżnicowania wartości wskaźnika przejrzystości w grupie badanych banków centralnych w 2007 r. Wprawdzie żaden z banków nie uzyskał wartości minimalnej wskaźnika (tj. 0), ale w trzech przypadkach (Grecja, Izrael, Stany Zjednoczone) wartość wskaźnika wyniosła zaledwie 1 punkt w ośmiostopniowej skali.

W opozycji do wspomnianych trzech przypadków można wskazać cztery inne kraje (Austria, Estonia, Nowa Zelandia i Turcja), w których banki centralne – zgodnie z wykorzystaną w badaniu metodologią – osiągnęły maksymalny poziom transparentności (tj. 8 punktów). Niewątpliwie uzyskane wyniki są jedynie punktem wyjścia dla kolejnych badań, których celem winno być między innymi zweryfikowanie, na ile wysoka przejrzystość banku centralnego w zakresie stabilności finansowej znajduje odzwierciedlenie we wzroście skuteczności działań podejmowanych na rzecz tejże stabilności. Dotychczas prowadzone badania w tym względzie (BIS 1998; Blinder *et al.* 2001; Horváth, Vaško 2012) wskazują na prawidłowość, zgodnie z którą większa przejrzystość działań podejmowanych przez banki centralne może przyczynić się do ograniczenia częstotliwości występowania kryzysów finan-

sowych oraz ich skali. Przejrzystość taka może bowiem stanowić bodziec do szybkiego reagowania na impulsy polityki pieniężnej, a szerzej również polityki gospodarczej. Warunkiem materializacji wspomnianej właściwości polityki banku centralnego jest duża wiarygodność banku.

Analizując dane prezentowane w tabeli 25 należy zwrócić uwagę na występującą tendencję do zwiększania przejrzystości banku centralnego w zakresie podejmowanych działań stabilizujących system finansowy w latach 2007-2013.

Tabela 25. Przejrzystość jako element odpowiedzialności w ujęciu podmiotowym (2007 i 2013)

1	2	3	4	5	6	7	8
2007							
Grecja	Francja	Luksemburg	Belgia	Polska	Australia	Dania	Austria
Izrael			Finlandia		Czechy	Holandia	Estonia
Stany Zjednoczone			Niemcy		Portugalia	Islandia	Nowa Zelandia
			Słowenia		Wielka Brytania	Szwajcaria	Turcja
2013							
1	2	3	4	5	6	7	8
Grecja	Francja	Luksemburg	Belgia	-	Australia	Czechy	Austria
Stany Zjednoczone	Izrael (+1)		Finlandia		Niemcy (+2)	(+1)	Estonia
			Słowenia		Polska (+1)	Islandia	Dania (+1)
					Portugalia	Szwajcaria	Holandia (+1)
							Nowa Zelandia
							Turcja
							Wielka Brytania (+2)

Źródło: opracowanie własne.

W siedmiu krajach wystąpił wzrost wartości badanego wskaźnika, w tym w dwóch przypadkach (Bank Anglii i *Bundesbank*) wzrost ten był znaczący, o dwa punkty w ośmiostopniowej skali wskaźnika. Zidentyfikowana tendencja jest tożsama z prezentowaną we wcześniejszych badaniach tendencją w zakresie wzrostu przejrzystości polityki banków centralnych, zarówno w odniesieniu do celu stabilności cen, jak i celu stabilności finansowej (por. Dincer, Eichengreen, 2009; Horváth, Vaško, 2012).

Przejrzystość działań banku centralnego w zakresie stabilności finansowej wzrosła w latach 2007-2013. Średnia wartość wskaźnika uległa niewielkiemu wzrostowi (z 5,26 w 2007 r. do 5,65 w 2013 r.), ale podkreślić należy stosunkowo wysoki poziom wyjściowy analizowanego wskaźnika, sięgający w 2007 r. 65,75% wartości maksymalnej wskaźnika dla całej badanej grupy banków centralnych (por. tabela 26). Pomimo zauważalnej tendencji wzrostowej, nadal utrzymuje się duża różnorodność rozwiązań instytucjonalnych w zakresie przejrzystości, co znajduje odzwierciedlenie w statystykach opisujących zmienność badanej cechy, tj. odchyleniu standardowym (wartości uzyskane w 2007 i 2013 r. wyniosły odpowiednio 2,41 i 2,47) oraz w wciąż utrzymującej się wysokiej wartości współczynnika zmienności, który wyniósł w badanym okresie 45,92% (2007 r.) i 43,86% (2013 r.).

Tabela 26. Zróżnicowanie i poziom wskaźnika przejrzystości w zakresie stabilności finansowej w latach 2007 i 2013

	Wartość średnia (% wartości maks.)	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
2007	5,26 (65,75%)	2,41	45,92%
2013	5,65 (70,62%)	2,47	43,86%

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowo, w celu weryfikacji hipotezy drugiej, mówiącej o konieczności uwzględnienia swoistego dylematu reguły a działania dyskrecyjne (*rules versus discretion*) w odniesieniu do skuteczności strategii komunikacji banku centralnego w zakresie działań stabilizujących system finansowy, porównano wartości wskaźnika przejrzystości *ex post* i *ex ante*⁵⁸. Odwołując się bowiem do typologii efektów przejrzystości banku centralnego, zaproponowanej przez Geraats (2006), warto tak zaprojektować strategię komunikacji, aby wywierała ona wyłącznie efekty informacyjne. Należy tym samym minimalizować możliwość wystąpienia efektów bodźcowych, których konsekwencją może być wzrost pokusy nadużycia u uczestników rynku finansowego. Jednym z rozwiązań możliwych do zastosowania w tym względzie jest ograniczenie komunikacji do wyjaśniania przez bank centralny decyzji pod-

⁵⁸ Warto podkreślić, iż w niniejszym opracowaniu zaproponowano odmienne rozumienie przejrzystości *ex ante* i *ex post* od podejścia prezentowanego przez Gai, Shin (2003).

jętych w przeszłości, ograniczając jedynie występującą na rynku asymetrię informacji.

Porównanie wartości wskaźników przejrzystości *ex post* oraz *ex ante* dokonano poprzez prezentację rozkładu procentowego banków centralnych, według wartości wskaźnika, a wyniki zaprezentowano w tabelach 27 i 28. Oceniając poziom wskaźnika przejrzystości *ex post* w grupie badanych banków centralnych można zauważyć wyraźną dominację przypadków wartości maksymalnej wskaźnika (blisko 48% badanych banków uzyskało wartość 5) i jednocześnie żaden z banków centralnych nie uzyskał wartości minimalnej (tj. 0). Średnia wartość wskaźnika przejrzystości *ex post* wyniosła 3,869 (co w pięciostopniowej skali odpowiada 77,38% maksymalnej wartości wskaźnika).

Tabela 27. Wskaźnik przejrzystości *ex post* (skala 0-5) – rozkład banków

wartość wskaźnika	1	2	3	4	5
udział badanych banków	8,69%	13,04%	8,69%	21,73%	47,83%

Źródło: opracowanie własne.

W odniesieniu do wyników badania wskaźnika przejrzystości *ex ante* dostrzec można wyraźne dysproporcje w rozkładzie banków centralnych w porównaniu z danymi prezentowanymi w tabeli 27. Wartość maksymalną wskaźnika uzyskało 34,78% banków centralnych, a jednocześnie ponad 20% banków uzyskało wartość minimalną tj. 0 punktów. Średnia wartość wskaźnika przejrzystości *ex ante* wyniosła 1,74 (co w trzystopniowej skali odpowiada 57,93% maksymalnej wartości wskaźnika i wyraźnie odbiega od średniej wartości wskaźnika *ex post*).

Tabela 28. Wskaźnik przejrzystości *ex ante* (skala 0-3)

wartość wskaźnika	0	1	2	3
udział badanych banków	21,73%	8,69%	30,43%	34,78%

Źródło: opracowanie własne.

Weryfikacji hipotezy drugiej, zgodnie z którą banki centralne powinny uwzględniać swoisty dylemat reguły a działania dyskrecyjne, dokonano również

na podstawie analizy danych odnoszących się do wartości wskaźnika przejrzystości *ex ante* (tj. przejrzystości w odniesieniu do zamierzonych działań banku centralnego) z perspektywy dwóch wyodrębnionych grup banków centralnych (por. tabela 29). Głównym kryterium decydującym o przydzieleniu banku do poszczególnych grup było podejmowanie przez bank centralny działań naprawczych w latach 2007-2013. Na podstawie danych prezentowanych w raportach rocznych banków centralnych zaklasyfikowano wszystkie dwadzieścia dwa banki do dwóch grup:

- grupa A: banki centralne podejmujące działania naprawcze w latach 2007-2013, wobec których przyjęto założenia, iż przejrzystość *ex ante* jest przez nie utożsamiana częściowo z działaniami naprawczymi,
- grupa B: banki centralne nie podejmujące działań naprawczych w latach 2007-2013; wobec których przyjęto założenia, iż przejrzystość *ex ante* jest przez nie utożsamiana z działaniami wyłącznie o charakterze profilaktycznym.

Tabela 29. Wskaźnik przejrzystości *ex ante* a doświadczenia w zarządzaniu kryzysem

	0	1	2	3	wartość średnia (% wartości maksymalnej)
Grupa A	42,67%	8,69%	30,43%	34,78%	1,25 (41,67%)
Grupa B	9,09%	0%	45,45%	45,45%	2,25 (75,67%)

Źródło: opracowanie własne.

Wartości wskaźnika przejrzystości *ex ante*, dla dwóch wyodrębnionych grup banków centralnych, zaprezentowano w tabeli 29. Można dostrzec wyraźne różnice w rozkładzie procentowym banków uzyskujących poszczególne wartości wskaźnika, szczególnie w odniesieniu do wartości maksymalnej i minimalnej. Banki centralne, które w okresie 2007-2013 podejmowały działania naprawcze, a zatem banki centralne w krajach, które doświadczyły niestabilności finansowej, w znacznie mniejszym stopniu wykorzystują strategię komunikacji opartą na komunikatach *ex ante*. Średnia wartość wskaźnika przejrzystości *ex ante* w grupie A wyniosła 1,25 (co stanowi 41,67% wartości maksymalnej wskaźnika), natomiast w grupie B wartość ta wyniosła 2,25 (co odpowiada niemal 76% wartości maksymalnej wskaźnika).

Podsumowanie

Przeprowadzone badania miały na celu przede wszystkim zidentyfikować i ocenić występujące w praktyce banków centralnych tendencje w zakresie kształtowania wybranych instytucjonalnych uwarunkowań skuteczności polityki stabilizacyjnej banków centralnych. Na podstawie przeprowadzonych badań uznano, że wśród tych uwarunkowań ważne znaczenie odgrywają odpowiedzialność demokratyczna oraz przejrzystość (rozumiana jako strategia komunikacji banku centralnego w zakresie działań stabilizujących system finansowy).

Badania, prowadzone na grupie dwudziestu dwóch banków centralnych, pozwoliły na sformułowanie uogólniających wniosków. Przedstawiają się one następująco:

- 1) W krajach wysoko rozwiniętych, w odniesieniu do działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej, występuje systematyczny proces formalizacji celu stabilności finansowej jako jednego z celów banku centralnego (umacnianie odpowiedzialności przedmiotowej *de iure*), przy jednocześnie utrzymującej się heterogeniczności w zakresie samego definiowania celu stabilności finansowej (dominacja określeń nieprecyzyjnych, niejednoznacznych i ogólnikowych). Można zatem zaryzykować tezę, zgodnie z którą większy stopień formalizacji zaangażowania banku centralnego w stabilizowanie systemu finansowego, potencjalnie zwiększa skuteczność działań stabilizacyjnych podejmowanych dany bank centralny.
- 2) Postępującemu procesowi formalizacji celu stabilności finansowej towarzyszy wyraźne dążenie do również formalnego określenia relacji pomiędzy instytucjami zaangażowanymi w stabilizowanie systemu finansowego (jednoznaczny podział kompetencji w zakresie stabilności systemu finansowego, tworzenie forów dla szybkiej wymiany informacji i określanie procedur zarządzania kryzysowego). Tworzone są komitety bądź rady gromadzące podmioty zaangażowane w stabilizowanie systemu na poziomie poszczególnych krajowych systemów finansowych, brakuje jednakże jednolitych, uniwersalnych rozwiązań w kwestii składu tychże komitetów. Rozbieżności pomiędzy krajami w tym względzie są bardzo wyraźne, dostrzegalny jest również od-

mienny wpływ ekonomii politycznej w poszczególnych krajach (w niektórych krajach przedstawiciele ciał politycznych nie zostali uwzględnieni we wspomnianych gremiach). Doświadczenia Globalnego Kryzysu – szczególnie silnie widoczne w przypadku Wielkiej Brytanii – pokazują, że koordynacja działań stabilizacyjnych w okresie kryzysu jest niezwykle trudna. Stąd przywiązanie tak dużej wagi do jednoznacznego podziału kompetencji i odpowiedzialności w ujęciu *ex ante*.

- 3) Umacnianiu odpowiedzialności przedmiotowej (wzrost wartości wskaźnika odpowiedzialności *de iure*) nie towarzyszy w równym stopniu aranżowanie formalnych relacji pomiędzy bankiem centralnym i *accountee* (odpowiedzialność podmiotowa za stabilność systemu finansowego). Występują coraz większe dysproporcje w kształtowaniu dwóch wspomnianych wymiarów odpowiedzialności, z wyraźną przewagą odpowiedzialności przedmiotowej. Ważną barierę w ocenie samych banków centralnych stanowi obawa przed nadmiernym wpływem polityków (presją z ich strony) na działania podejmowane przez banki centralne, szczególnie w obliczu kryzysu.
- 4) Występuje wysoki stopień analogii pomiędzy rozwiązaniami w zakresie przejrzystości w odniesieniu do celu stabilności cen i celu stabilności finansowej. Tendencje do zwiększania przejrzystości w obu przypadkach są rosnące, ale – co istotne – również silnie zbliżony jest poziom wartości wskaźników przejrzystości polityki pieniężnej i działań stabilizacyjnych podejmowanych przez banki centralne (niezależnie od metodologii wykorzystywanej przez badaczy w procesie oceniania tejże przejrzystości).
- 5) Pomimo obserwowania tendencji w zakresie tworzenia zbliżonych rozwiązań instytucjonalnych w zakresie działań banku centralnego na rzecz stabilności finansowej, wciąż niewielki jest postęp w kwestii rozumienia stabilności finansowej (stabilności systemu finansowego). Można zaryzykować tezę, iż niejednoznaczność terminologiczna oraz w zakresie pomiaru zmiennej (tj. kwestia operacjonalizacji pojęcia stabilność/ niestabilność finansowa na potrzeby polityki banku centralnego) stanowią istotną barierę dla tworzenia skutecznych rozwiązań instytucjonalnych w tym zakresie.

-
- 6) Wyniki uzyskane w efekcie prowadzonych badań oraz wnioski formułowane przez innych badaczy (np. BIS, 2011b) skłaniają ku zalecaniu niestosowania zasady *one-size-fits-all* w projektowaniu rozwiązań instytucjonalnych w zakresie odpowiedzialności banku centralnego za stabilność systemu finansowego. Jednocześnie ważne w tym procesie jest wykorzystanie doświadczeń z rozwiązań w zakresie celu stabilności cen (szczegółności w odniesieniu do przejrzystości polityki banku centralnego dostrzegalna jest '*racjonalna analogia*' w projektowaniu rozwiązań).
 - 7) Wzmocnienie odpowiedzialności demokratycznej za stabilność systemu finansowego może być rozpatrywane jako warunek wstępny dla konstruowania skutecznych działań stabilizacyjnych banku centralnego.
 - 8) Globalny Kryzys był również okresem wzmożonego poszukiwania skutecznych instrumentów stabilizacyjnych przez banki centralne na świecie. Należy podkreślić dwie najistotniejsze, zdaniem autorki, tendencje w tym zakresie. Po pierwsze, powszechne wykorzystanie luzowania ilościowego w polityce pieniężnej realizowanej przez najważniejsze banki centralne na świecie. Po drugie, uwypuklenie nadzoru makroostrożnościowego jako nowego wymiaru zaangażowania banków centralnych w stabilizowanie systemu finansowego. Należy oczekiwać, iż w niedalekiej przyszłości te dwa szeroko rozumiane instrumenty stabilizowania systemu finansowego, będą stanowiły podstawę dla formułowania nowego, pokryzysowego paradygmatu bankowości centralnej.

Bibliografia

- Acocella, N., 2002, *Zasady polityki gospodarczej*, WN PWN, Warszawa.
- Alchian, A.A., Klein, B., 1973, *On a correct measure of inflation*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 5, no. 1, s. 173-191.
- Allen, W.A., Wood, G., 2006, *Defining and achieving financial stability*, Journal of Financial Stability, Vol. 2 No. 2, s. 152-172.
- Angelini, P., Neri, S., Panetta, F., 2012, *Monetary and Macroprudential Policies*, ECB Working Paper Series, No. 1449, July.
- Baba, N., Nishioka, S., Oda, N., Shirakawa, M., Ueda, K., Ugai, H., 2005, *Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy*, BIS Working Papers, No. 188, November.
- Bagehot, W., 1873, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Henry S. King & Co., London (książka dostępna w e-bibliotece The Library of Economics and Liberty, www.econlib.org).
- Bank of Canada, 2009, *Monetary Policy Report*, April 2009, Ottawa.
- Bank of England, 2005, *Developments in financial sector crisis management*, http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/financialstability/briefing_051209.pdf.
- Barth, J.R., Caprio, G., Levine, R., 2002, *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?* NBER Working Paper, No. 9323.
- Beirne, J., Dalitz, L., Ejsing, J., Grothe, M., Manganelli, S., Monar, F., Sahel, B., Sušec, M., Tapking, J., Vong, T., 2011, *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, ECB Occasional Paper Series, No. 122.
- Bernanke, B., 2009, *The Crisis and the Policy Response*, speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, 13 January.
- Bernanke, B., 2012, *Monetary Policy Since the Onset of the Crisis*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31. Stroebe, J.C., Taylor, J.B., 2009, *Estimated impact of the fed's mortgage-backed securities purchase program*, NBER Working Paper Series, No. 15626, Cambridge.
- Bernanke, B.S., Gertler, M. 2000, *Monetary policy and asset price volatility*, NBER Working Papers, No. 7559, Cambridge.

-
- Bernanke, B.S., Gertler, M., 2001, *Should central banks respond to movements in asset prices?*, American Economic Review, Vol. 91, No. 2, s. 253-257.
- Bernanke, B.S., Reinhart, V.R., 2004, *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 94, No. 2, 2004, s. 85-90.
- Bini-Smaghi, L., 2009, *Conventional and unconventional monetary policy*, BIS Review, No. 52.
- Bini-Smaghi, L. and D. Gros, 2000, *Open Issues in European Central Banking*, Macmillan, London.
- Bini-Smaghi, L. and D. Gros, 2001, *Is the ECB Accountable and Transparent?*, CEPS Working Document, No. 169.
- BIS, 1997, *Financial stability in emerging market economies. A strategy for the formulation, adoption and implementation of sound principles and practices to strengthen financial systems*, Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies, BIS, IMF, April.
- BIS, 1998, *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, Bank for International Settlements, Basel.
- BIS, 2011a, *Macroprudential Policy Tools and Frameworks, Progress Report to G20*, Financial Stability Board, International Monetary Funds, Bank for International Settlements, 27 October.
- BIS, 2011b, *Central Bank Governance and Financial Stability*, A report by a Study Group, Bank for International Settlements, May.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., Mauro, P., 2010, *Rethinking Macroeconomic Policy*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 42, No. s1, s. 199-215.
- Blinder, A.S., 2010, *How central should the central bank be?*, Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, s. 123-133.
- Blinder, A.S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., de Haan, J., Jansen, D.-J., 2009, *Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*, Journal of Economic Literature, Vol. 46, No.4, s. 910-945.
- Blinder, A., Goodhart, C.A.E, Hildebrand, P., Lipton, D., Wyplosz, C., 2001, *How do central banks talk?* Geneva Reports on the World Economy No. 3.
- Bordo, M., Dueker, M.J., Wheelock, D.C., 2000, *Aggregate price shocks and financial instability: an historical analysis*, NBER Working Papers, No. 7652, Cambridge.

- Bordo, M.D., Wheelock, D.C., 1998, Price stability and financial stability: the historical record, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 80, No. 4, s. 41-62.
- Borio, C., 2005, Monetary and financial stability: so close and yet so far?, *National Institute Economic Review*, No. 192, s. 84-101.
- Borio, C., 2009, *Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision*, Banque de France Financial Stability Review, No. 13, s. 31-41.
- Borio, C., Disyatat, P., 2009, *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers, No. 292.
- Borio, C., Drehmann, M., 2009, *Towards an Operational Framework for Financial Stability: "Fuzzy" Measurement and Its Consequences*, Central Bank of Chile Working Papers, No. 544, December.
- Borio, C., English, B., Filardo, A., 2003, *A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?*, BIS Working Paper, No. 127.
- Borio, C., Lowe, P., 2002, *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Paper, No. 114.
- Born, B., Ehrmann, M. and M. Fratzscher, 2012. Macroprudential Policy and Central Bank Communication. *International Finance*, Vol. 15, No. 2, s. 179-203.
- Bowen A., O'Brien M., Steigum E. 2006, Norges Bank's financial stability report: a follow-up review, http://www.norgesbank.no/upload/import/finansiell_stabilitet/fs_review2006.pdf.
- Briault, C.V., Haldane, A.G., King, M., 1996, *Independence and Accountability*, Bank of England Working Paper, No. 49.
- Brown, G., 2001, *The conditions for high and stable growth and employment*, The Economic Journal, Vol. 111, No. 471, s. 30-44.
- Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A., Shin, H. ,2009, *The fundamental principles of financial regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11.
- Buiter, W.H., 2008, *Quantitative easing and qualitative easing: a terminological and taxonomic proposal*, Financial Times, December 9, <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/#axzz2Y53lwyD3>

-
- Buiter, W.H., 2012, *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has it Changed?* CEPR Discussion Paper Series, No. 8780, Centre for Economic Policy Research.
- Castellani, F., 2002, *A Model of Central Bank's Accountability*, HEI Working Paper, No. 4.
- Chant, J., 2003, *Financial stability as a policy goal w: Chant, J., et al., Essays on financial stability*, Technical Report, No. 95, Bank of Canada.
- Christensen, J.H.E., Rudebusch, G.D., 2012, *The Response of Interest Rates to U.S. and U.K. Quantitative Easing*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, No. 2012-06, May.
- Čihák, M., 2006, *How do central banks write on financial stability?*, Working Paper, No. 163, IMF, Washington, D.C.
- Čihák, M., Podpiera, R., 2006, *Is One Watchdog Better than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision*, IMF Working Paper, No. 57, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Čihák, M., Muñoz, S., Sharifuddin, S.T., Tintchev, K., 2012, *Financial Stability Reports: What Are They Good For?* IMF Working Paper, No. 1, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Clement, P., 2010 *The term 'macroprudential': origins and evolution*, BIS Quarterly Review, March.
- Coase, R.H., 1960, *The problem of social costs*, Journal of Law and Economics, Vol. 3, October, s. 1-44.
- Code of good practices on transparency in monetary and financial policies*, 1999, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Corrigan, G., 1990, Reforming the U.S. financial system: an international perspective, *Quarterly Review of the Federal Reserve Bank of New York*, Vol. 15, No. 1, s. 1-14.
- Crockett, A., 1997, *Theory and practice of financial stability*, Essays in international finance, No. 203, Princeton.
- Cukierman, A., 2001, *Accountability, Credibility, Transparency and Stabilization Policy in the Eurosystem*, w: Wyplosz, Ch., [red.], *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, Oxford University Press, Oxford.
- Dalla Pellegrina, L., Masciandaro, D., Panisni, R.V., 2013, *The central banker as prudential supervisor: Does independence matter?* Journal of Financial Stability, No. 9, s. 415-427.

- D'Amico, S., English, W., Lopez-Salido, D., Nelson, E., 2012, *The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects*, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., No. 85.
- Das, U., Quintyn, M., Chenard, K., 2003, *Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis*, paper prepared for the Bank of Canada Conference The Evolving Financial System and Public Policy, 4–5 December.
- Davis, H., Green, D., 2010, *Banking on the Future. The Fall and Rise of Central Banking*, Princeton University Press, Princeton.
- De Bandt, O., Hartmann, P., 2000, *Systemic risk: a survey*, Working Paper, No. 35, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- De Grauwe, P., Gros, D., 2009, *Accountability and Transparency in Central Banking*, European Parliament's Committee on Economics and Monetary Affairs.
- De Haan, J., Amtenbrink F., Waller, S., 2004, *The Transparency and Credibility of the European Central Bank*, Journal of Common Market Studies, No. 42, s. 775-794.
- De Haan, J., Amtenbrink, F., Eijffinger, S.C.W., 1999, *Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, No. 209, s. 169-193.
- De Haan, J., Eijffinger, S.C.W., 2000, *The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on Two Fairy-Tales*, Journal of Common Market Studies, Vol. 38, No. 3, s. 393-407.
- De Luna-Martinez, J., Rose, T., 2003, *International Survey of Integrated Financial Sector Supervision*, World Bank Policy Research Working Paper, No. 3096.
- Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E., 1997, *The determinants of banking crises: evidence from developing and developed countries*, Working Paper, No. 106, IMF, Washington D.C.
- Di Giorgio, G., Di Noia, C., 2007. w: Masciandaro, D., Quintyn, M. (eds.), *Financial Supervisors: Alternative Models*, in *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Edward Elgar, Cheltenham, United Kingdom, Northampton, Massachusetts.
- Dincer, N., Eichengreen, B., 2009, *Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates*, NBER Working Paper, No. 14791.
- Drazen, A., 2000, *Political Economy in Macroeconomics*, Princeton University Press, Princeton.

-
- Duisenberg, W., 2001, *The contribution of the Euro to financial stability*, w: *Globalization of financial markets and financial stability – challenges for Europe*, Baden-Baden.
- ECB, 2005, *Financial Stability Review*, June, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Eggertsson, G.B., Woodford, M., 2003, *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1.
- Eichengreen, B., Wyplosz, Ch., Branson, W.H., Dornbusch, R., 1993, *The Unstable EMS*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1993, No. 1, s. 51-143.
- Eijffinger, S.C.W., Hoeberichts, M.M., 2000, *Central Bank Accountability and Transparency. Theory and Some Evidence*, International Finance, Vol. 5, No. 1, s. 73-96.
- Eijffinger, S.C.W., Hoeberichts, M.M., 2002, *Central Bank Accountability and Transparency: Theory and Some Evidence*, International Finance, Vol. 5, No. 1, s. 73-96.
- ESRB, 2011, *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities*, ESRB 2011/3.
- Feldstein, M., 2010, *What powers for the Federal Reserve?*, Journal of Economic Literature Vol. 48, No. 1, s. 134-145.
- Ferguson, R.W., 2003, *Should financial stability be an explicit central bank objective?* w: *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, Ugolini, P.C., Schaechter, A., Stone, S.R. [red.], International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Ferguson, R.W., 2004, *The role of central banks in fostering efficiency and stability in the global financial system*, National Bank of Belgium Conference on Efficiency and Stability in an Evolving Financial Systems, Brussels, 17 May.
- Flemming, J., 1999, *Monetary policy; questions of adequacy, design and presentation*, Economic Outlook, vol. 24, no. 1, s. 9-13.
- Franklin, A., Francke, L., Swinburne, M., 2004, *Assessment of the Riksbank's work on financial stability issues*, Economic Review, No. 3, Sveriges Riksbank, Stockholm, s. 5-26.
- Freixas, X., Giannini, C., Hoggarth, G., Soussa, F., 1999, *Lender of last resort: a review of the literature*, Financial Stability Review, Issue No. 7, Bank of England, s. 151-167.

- Friedman, M., 2000, *Monetary policy*, NBER Working Papers, No. 8057, Cambridge.
- Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., Sack, B., 2011, *The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases*, International Journal of Central Banking, Vol. 7 (March), s. 3-43.
- Gai, P., Shin, H.S., 2003, *Transparency and financial stability*, Financial Stability Review, Bank of England, December.
- Geraats, P.M., 2001, *Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts*, Working Paper, No. 41, European Central Bank, January.
- Geraats, P.M., 2002, *Central Bank Transparency*, The Economic Journal, Vol. 112, No. 483, s. 532-565.
- Geraats, P.M., 2010, *Price and Financial Stability: Dual Or Duelling Mandates?*, Paper prepared for the 38th Economics Conference of the Oesterreichische Nationalbank "Central Banking after the Crisis: Responsibilities, Strategies, Instruments", Vienna, 31 May – 1 June 2010.
- Gerlach, S., Giovannini, A., Tille, C., Vinals, J., 2009, *Are the Golden Days of Banking Over? The Crisis and the Challenges*, Geneva Reports on the World Economy, No. 10.
- Goodfriend, M., 1998, w: M. Gertler *et al.*, *Asset Prices and Monetary Policy: Four Views*, Centre for Economic Policy Research/ Bank for International Settlements, London/ Basle.
- Goodfriend, M., 2000, *Overcoming the zero bound on interest rate policy*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 32, No. 4, s. 1007-1035.
- Goodfriend, M., 2001, *Financial stability, deflation and monetary policy*, Monetary and Economic Studies, Special edition, February, s. 143-167.
- Goodhart, C.A.E., 1995, *Price stability and financial fragility*, w: C.A.E. Goodhart, *The Central Bank and the Financial Systems*, Macmillan, London.
- Goodhart, C.A.E., 2001, *What weights should be given to asset prices in the measurement of inflation?*, The Economic Journal, vol. 111, no. 472, s. 335-356.
- Goodhart, C.A.E., 2004, *Some New directions for financial stability*, Per Jacobsen Lecture, www.bis.org.
- Goodhart, C.A.E., 2011, *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability*, Financial Market Trends, Vol. 2011, No. 2, OECD, <http://www.oecd.fr/dataoecd/0/0/48979021.pdf>.

-
- Goodhart, C.A.E., Schoenmaker, D., 1995, *Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?* Oxford Economic Papers, Vol. 47, No. 4, s. 539-560.
- Goodhart, C.A.E., Illing, G., 2002, *Financial Crises, Contagion and the Lender of last Resort. A Reader*, Oxford University Press, New York.
- Hanson, S., Kashyap, A., Stein, J., 2011, *A macroprudential approach to financial regulation*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 25, No. 1, s. 3-28.
- Hardy, D., Pazarbaşıoğlu, C., 1999, *Determinants and leading indicators of banking crises: further evidence*, Staff Papers, Vol. 46, No. 3, IMF, Washington D.C.
- He, D., 2000, *Emergency liquidity support facilities*, IMF Working Paper, No. 79.
- Herring, R., Carmassi, J., 2008, *The structure of cross-sector financial supervision*, Financial Markets, Institutions and Instruments, No. 17, s. 51-76.
- HM Treasury, 2010, *A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability*, presented to Parliament by command of Her Majesty, July.
- Horváth, R., Vaško, D., 2012, *Central Bank Transparency and Financial Stability: Measurement, Determinants and Effects*, IES Working Paper, No. 25, Institute of Economic Studies, Charles University in Prague.
- Hughes-Hallet, A., Libich, J., 2006, *Central Bank Independence, Accountability and Transparency: Complements or Strategic Substitutes?*, CEPR Discussion Paper, No. 5470.
- Humphrey, T.M., 1975, The classical concept of the lender of last resort, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, January/February, s. 2-9.
- Humphrey, T.M., Keleher, R.E., 1984, *Lender of last resort: a historical perspective*, Working Paper, No. 84-3, Federal Reserve Bank of Richmond.
- Icard, A., 2003, *Comment on „Should financial stability be an explicit central bank objective?“* w: Ugolini, P.C. et al. [red.], *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Ingves, S., 2013, *The role of the central bank after the financial crisis – the challenges ahead*, Speech at the Swedish Economics Association, Stockholm (www.risbank.se).
- Issing, O., 1999, *The Eurosystem: Transparent and Accountable or „Willem in Euroland“*, CEPR Policy Paper, No. 2.

- Issing, O., 2001, *Why Price Stability?*, w: Garcia Herrero, A. *et al.* (eds.), *Why Price Stability?* First ECB Central Banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Issing, O., 2003, *Monetary and financial stability: is there a trade-off?* BIS Papers, No. 18.
- Issing, O., Gaspar, V., Angeloni, I., Tristani, O., 2001, *Monetary Policy and the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Ito, T., Mishkin, F.S., 2006, *Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem*, w: Takatoshi Ito and Andrew Rose, eds., *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim*. National Bureau of Economic Research–East Asia Seminar on Economics, September, Vol. 15, University of Chicago Press, Chicago, s. 131-193.
- Jurek, M., 2004, *Zero jako granica stóp procentowych banku centralnego*, *Ekonomista*, nr 1.
- Kaufman, G.G., 1998, *Central banks, asset bubbles and financial stability*, Working Paper Series, No. 12, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Kaufmann, H., 2000, *On Money and Markets: A Wall Street Memoir*, McGraw-Hill, New York.
- Keleher, R., 1999, *An International Lender of Last Resort, the IMF and the Federal Reserve*, Joint Economic Committee Study, February, <http://www.house.gov/jec/imf/lolr.htm>.
- Kindleberger, C.P., 1999, *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa.
- Klomp, J., De Haan, J., 2009, *Central bank independence and financial stability*, *Journal of Financial Stability*, Vol. 5, No. 4, s. 321-338.
- Klyuev, V., de Imus, P., Srinivasan, K., 2009, *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*, IMF Staff Position Note, November 4.
- Kokoszcyński, R. 2004, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa.
- Kowalski, T., 2001, *Proces formułowania oczekiwań a teoria cyklu wyborczego. Implikacje dla polityki gospodarczej*, *Prace Habilitacyjne*, nr 3, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Kowalski, T., 2000, *Political and functional independence of the National Bank of Poland*, w: T. Kowalski, S. Letza (red.), *Financial Reform and Institutions*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.

-
- Kraft, V., 2001, *Safeguarding financial stability – key issues for the central bank*, BIS Review, No. 63.
- Krishnamurthy, A., Vissing-Jørgensen, A., 2011, *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, Brookings Papers on Economic Activity, Fall, s. 215-265.
- Kydland, F., Prescott, E., 1977, *Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans*, Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, s. 473-492.
- Lamfalussy, A., 2011, *Keynote Speech, The Future of Central Banking under Post – Crisis Mandates*, Ninth BIS Annual Conference, BIS Papers, Bank for International Settlements, No. 55.
- de Larosière, J. 2009, *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels, 25 February.
- Lastra, R.M., 2006, *Institutional Developments to Promote Monetary Stability, w: Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford University Press, Oxford.
- Leijonhufvud, A., 2007, Monetary and financial stability, *Policy Insight*, No. 14, October, Centre for Economic Policy Research.
- Liikanen, E., 2013, *The economic crisis and the evolving role of central banks*, BIS central bankers' speeches, November (www.bis.org).
- Lindgren, C.-J., Baliño, T., Enoch, Ch., Gulde, A.M., Quintyn, M., Teo, L., 1999, *Financial sector crisis and restructuring. Lessons from Asia*, IMF Occasional Paper, No. 188.
- Maćkowiak, N., 2011, *Zmiany uregulowań nadzoru finansowego na tle kryzysu finansowego*, w: A. Matysek-Jędrych (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, CeDeWu, Warszawa.
- Masciandaro, D., 2007, *Divide et impera: financial supervision unification and the central bank fragmentation effect*, European Journal of Political Economy, No. 23, s. 285-315.
- Masciandaro, D., 2009, *Politicians and financial supervision unification outside the central bank: why do they do it?* Journal of Financial Stability, No. 5, s. 124-146.
- Masciandaro, D., Pansini R.V., Quintyn, M., 2011, *The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?* IMF Working Paper Series, No. 261, International Monetary Fund, Washington, D.C.

- Masciandaro, D., Quintyn, M., 2007, *Designing Financial Supervision Institutions: Independence*. In: *Accountability and Governance*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Masciandaro, D., Quintyn, M., 2013, *The Evolution of Financial Supervision: the Continuing Search for the Holy Grail*, w: M. Balling, E. Gnan (eds.), *50 Years of Money and Finance: Lessons and Challenges*, SUEP – The European Money and Finance Forum, Vienna.
- Masciandaro, D., Quintyn, M., Taylor, M., 2008, *Inside and outside the central bank: Independence and accountability in financial supervision. Trends and determinants*, *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, s. 833-848.
- Matysek-Jędrych, A., 2005, *The lender of last resort – alternative views on the conception*, w: A. Janc, R.I. Zalewski (red.), *Economy in Its Theory and Practice. Problems, Solutions, Cases*, Proceedings of Lubniewice 2003 and Lubniewice 2004, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Matysek-Jędrych, A., 2012, *Odpowiedzialność banków centralnych za stabilność systemu finansowego*, w: *Współczesna bankowość centralna*, red. W. Jaworski, A. Szelańska, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Meaning, J., Zhu, F., 2011, *The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes*, *Bank of International Settlements Quarterly Review*, December, s. 73-83.
- Melecky, M., Podpiera, A.M., 2013, *Institutional structures of financial sector supervision, their drivers and historical benchmarks*, *Journal of Financial Stability*, No. 9, s. 428-444.
- IMF, 2013a, *Unconventional monetary policies – recent experience and prospects*, International Monetary Fund, Washington, D.C., April 18.
- IMF, 2013b, *Global Financial Stability Report. Old Risks, New Challenges*, International Monetary Fund, Washington, D.C., April.
- Mishkin, F.S., 1997, *The cause and propagation of financial instability: lessons for policymakers*, w: *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming
- Mishkin, F.S., 1999, *Global financial instability: framework, events, issues*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4.
- Mishkin, F.S., 2000, *What should central banks do?*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November/December, s. 1-14.
- Mishkin, F.S., 2010, *Monetary policy strategy: lessons from the crisis*, Columbia University.

-
- Mundell, R.A., 1960, The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 74, No. 2, s. 227-251.
- Mundell, R.A., 1962, *The appropriate use of monetary and fiscal policy for internal and external stability*, Staff Papers, No. 1, IMF, Washington D.C.
- NBP, 2004, *Rola Narodowego Banku Polskiego w zakresie nadzoru nad systemami płatności*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, październik.
- Neyapti, B., Dincer, N., 2004, *Measuring the Quality of Bank Regulation and Supervision with an Application to Transition Countries*, Bilkent University, Ankara, Turkey, maszynopis niepublikowany.
- Nordth Berntsson, C., Molin, J., 2012, *A Swedish Framework for macroprudential policy*, Sveriges Riksbank Economic Review, No. 1, s. 40-83.
- Norges Bank, 2012, *Monetary Policy Report*, No. 1/2012.
- Oosterloo, S., de Haan, J., 2003, *A survey of institutional framework for financial stability*, Occasional Studies, Vol. 1, No. 4, De Nederlandsche Bank.
- Oosterloo, S., de Haan, J., Jong-a-Pin, R., 2007, *Financial Stability Reviews: A First Empirical Analysis*, Journal of Financial Stability, Vol. 2, No. 4, s. 337-355.
- Padoa-Schioppa, T., 2003, *Central banks and financial stability: exploring a land in between*, w: *The transformation of the European financial system*, Gaspar, V., Hartman, P., Sleijpen, O., [red.], Second ECB Central Banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Padoa-Schioppa, T., 2004, *Shaping the payment system: a central bank's role*, Speech delivered at the Bank of Korea's Conference on Payments Systems, Seoul, 13 May, www.ecb.int/press/key/date/2004/html/sp040513_1.en.html.
- Papademos, L., 2006, *Price stability, financial stability and efficiency, and monetary policy*, Speech at the Third conference of the Monetary Stability Foundation on "Challenges to the financial system – aging and low growth", Frankfurt am Main, 7 July, www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp060707.en.html#ftn.fnid8.
- Papademos, L., 2010, *Central bank mandates and governance arrangements*, w: *The Future of Central Banking under Post-crisis Mandates*, Ninth BIS Annual Conference, BIS Papers, Bank for International Settlements, No. 55.
- Pauli, R., 2000, *Payments Remain Fundamental for Banks and Central Banks*, Bank of Finland Working Papers, No. 6.

- Peek, J., Rosengren, E.S., Tootell, G.M.B., 1998, *Does the Federal Reserve Have an Informational Advantage? You Can Bank on It*, Federal Reserve Bank of Boston Working Paper, No. 98-2.
- Peek, J., Rosengren, E.S., Tootell, G.M.B., 1999, *Is bank supervision central to central banking?* Quarterly Journal of Economics Vol. 114, No. 2, s. 629-653.
- Polański, Z., 1998, *Wiarygodność banku centralnego a cele polityki pieniężnej*, Bank i Kredyt, nr 6, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Randzio-Plath, C., Padoa-Schioppa, T., 2000, *The European Central Bank: Independence and Accountability*, ZEI Policy Paper, No. 16.
- Schinasi, G.J., 2003, *Responsibility of central banks for stability in financial markets*, Working Paper, No. 121, IMF, Washington D.C.
- Schinasi, G.J., 2005, *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Schwartz, A.J., 1986, *Real and pseudo-financial crises*, w: *Financial Crises and the World Banking System*, Capie, F., Wood, G.E., [red.], St Martin's, New York, za: Schinasi, G.J., 2005, *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, International Monetary Funds, Washington, D.C.
- Schwartz, A.J., 1995, Why financial stability depends on price stability, *Economic Affairs*, Vol. 15, No. 4, s. 21-25.
- Shiratsuka, S., 2009, *Size and composition of the central bank balance sheet: revisiting Japan's experience of quantitative easing policy*, IMES Discussion Paper, No. 2009-E-25.
- Sinclair, P., 2001, Financial stability and central banks. An introduction, w: R.A. Brealey, A. Clark, C.A.E. Goodhart, J. Healey, G. Hoggarth, D.T. Llewellyn, C. Shu, P. Sinclair, F. Soussa, *Financial Stability and Central Banks – A Global Perspective*, Bank of England, Routledge, London.
- Skopowski, M., 2010, *Struktura nadzoru finansowego w Unii Europejskiej a kryzys finansowy*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 2.
- Sławiński, A., 2011, *Stabilność finansowa*, w: Sławiński, A. [red.], *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Smaga, P., 2013, *Assessing Involvement of Central Banks in Financial Stability*, Centre for Financial Stability, Policy Paper, May 23.
- Sotomska-Krzysztofik, P., Szczepańska, O., 2006, *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, Materiały i Studia, nr 200, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

-
- Sousa Pedro, A. B., 2002, *Central Bank Independence and Democratic Accountability*, Universidade Portugalense, maszynopis niepublikowany.
- Svensson, L.E.O., 2003, *Monetary policy and real stabilization*, NBER Working Paper, No. 9486, Cambridge.
- Svensson, L.E.O., 2009, *Flexible inflation targeting: lessons from the financial crisis*, Riksbank.
- Svensson, L.E.O., 2012, *The Relation between Monetary Policy and Financial Policy*, International Journal of Central Banking, Vol. 8, No. S1, s. 293-295.
- Swanson, E.T., Williams, J.C., 2013, *Measuring the Effect of the Zero Lower Bound On Medium- and Longer-Term Interest Rates*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, No. 2012-02, January.
- Szczepańska, O., 2005, *Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, Bezpieczny Bank, nr 1 (26), Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Warszawa, s. 19-37.
- Szpunar, P., 2012, *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*, Materiały i Studia, nr 278, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Thornton, D.L., 2012, *Evidence on The Portfolio Balance Channel of Quantitative Easing*, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series, No. 2012-015A.
- Tinbergen, J., 1956, *Economic Policy: Principles and Design*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Trichet, J.-C., 2005, Asset price bubbles and monetary policy, Speech on Mas lecture, 8 June, Singapore, www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050608.en.html.
- Trichet, J.-C., 2010, *Reflections on the Nature of Monetary Policy Non Standard Measures and Finance Theory*, speech at the ECB Central Banking Conference, Frankfurt, November 18.
- Tuya, J., Zamalloa, L., 1994, *Issues on placing banking supervision in the central bank*, w: Balino, T.J.T., Cottarelli, C. (eds.), *Frameworks for Monetary Stability*, International Monetary Fund, Washington D.C., s. 663-690.
- Ugai, H., 2007, *Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses*, Monetary and Economic Studies, March.
- Vermeulen, E., Van Gompel, J., 2003, *Asset price inflation: lessons for Central European central banks*, paper presented at the 24th SUERF Colloquium on “Sta-

- bility and Efficiency of Financial Markets in Central and Eastern Europe”, Tallinn, 12-14 June, maszynopis niepublikowany.
- Viñals, J. 2001, *Monetary policy issue in a low inflation environment*, w: A. Garcia Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan, B. Winkler (red.), *Why price stability?*, First ECB Central Banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Volcker, P.A., 1984, *The Federal Reserve position on restructuring of financial regulation responsibilities*, Federal Reserve Bulletin, Vol. 70, July.
- Wellink, N., 2002, *Central banks as guardians of financial stability*, BIS Review, No. 63.
- Welteke, E., 2000, *Different aspects of change in today's financial systems*, BIS Review, No. 80.
- White, W., 2006, *Is price stability enough?*, BIS Working Paper, No. 205.
- Wilczyński, W., 2000, *Rynek i pieniądz w Polsce u progu XXI wieku*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.
- Wojtyna, A., 1995, *Polityka ekonomiczna a wzrost gospodarczy*, Gospodarka Narodowa, nr 6, s. 5-6.
- Wojtyna, A., 1998, *Szkice o niezależności banku centralnego*, WN PWN, Warszawa – Kraków.
- Wojtyna, A., 2002, *Demokratyczna kontrola nad polityką banku centralnego – kontrowersje teoretyczne i wnioski dla Polski*, Ekonomista, nr 5.
- Wright, J.H., 2012, *What Does Monetary Policy Do to Long-Term Interest Rates at the Zero Lower Bound?* NBER Working Paper Series, No. 17154.
- Wyplosz, C., 2001, *Do we know how low should inflation be?*, w: A. Garcia Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan, B. Winkler (red.), *Why price stability?*, First ECB Central Banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main.

www.nbp.pl

