



NARODOWY
BANK POLSKI

Materialy i Studia nr 345

Porównanie uwarunkowań instytucjonalnych prowadzenia polityki pieniężnej w krajach uczestniczących w Inicjatywie Trójmorza

Anna Wojtyniak, Wojciech Bogdanowicz, Piotr Szczerba



Materiały i Studia nr 345

Porównanie uwarunkowań instytucjonalnych prowadzenia polityki pieniężnej w krajach uczestniczących w Inicjatywie Trójmorza

Anna Wojtyniak, Wojciech Bogdanowicz, Piotr Szczerba

Pod redakcją:
Anny Wojtyniak

Zespół autorski:
Anna Wojtyniak – Narodowy Bank Polski
Wojciech Bogdanowicz – Narodowy Bank Polski
Piotr Szczerba – Narodowy Bank Polski

Podziękowania

Autorzy pragną serdecznie podziękować Pani Elżbiecie Skrzyszewskiej-Paczek za pomoc w zbieraniu informacji ze stron internetowych banków centralnych oraz Pani Joannie Niedźwiedzińskiej i Panu Witoldowi Grostalowi za cenne komentarze.

Opinie wyrażone w niniejszej publikacji są opiniami autorów i nie przedstawiają stanowiska organów Narodowego Banku Polskiego.

Wydął:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
ul. Świętokrzyska 11/21
00-919 Warszawa
www.nbp.pl

ISSN 2084-6258

© Copyright Narodowy Bank Polski 2022

Spis treści

Streszczenie	4
Wstęp	5
1. Mandat i strategia polityki pieniężnej banku centralnego	8
1.1 Kraje Inicjatywy Trójmorza należące do strefy euro: Austria, Estonia, Litwa, Łotwa, Słowacja, Słowenia	11
1.2 Bułgaria	18
1.3 Chorwacja	23
1.4 Czechy	28
1.5 Polska	33
1.6 Rumunia	38
1.7 Węgry	42
Analiza porównawcza	46
2. Podejmowanie decyzji	48
2.1 Organ decyzyjny	49
2.2 Proces decyzyjny	51
2.3 Posiedzenia decyzyjne	53
3. Komunikacja banków centralnych	54
3.1 Komunikat	55
3.1.1 Czytelność komunikatów	56
3.2 Konferencja	60
3.3 <i>Minutes</i>	61
3.4 Pozostałe	62
Podsumowanie	65
Bibliografia	67

Streszczenie

W niniejszym opracowaniu dokonano przeglądu uwarunkowań instytucjonalnych prowadzenia polityki pieniężnej w dwunastu gospodarkach należących do Inicjatywy Trójmorza. W przeglądzie szczegółowo przeanalizowano mandaty i strategie banków centralnych, a także czynniki decydujące o przyjęciu danego reżimu monetarnego, z uwzględnieniem najbardziej kluczowych modyfikacji strategii. Opracowanie zawiera również zestawienie informacji dotyczących organów decyzyjnych oraz sposobów podejmowania decyzji w zakresie polityki pieniężnej. Dokonano także porównania głównych narzędzi komunikacji, a część tej analizy została przeprowadzona z wykorzystaniem metod *text mining*. Spośród dwunastu gospodarek należących do Inicjatywy Trójmorza w zdecydowanej większości polityka pieniężna prowadzona jest w oparciu o strategię celu inflacyjnego (w tym w sześciu w ramach strefy euro), podczas gdy dwa banki centralne wykorzystują różne formy strategii kontroli kursu walutowego. W efekcie kluczowe różnice w uwarunkowaniach instytucjonalnych polityki pieniężnej wynikają przede wszystkim z przyjętej strategii. Jednocześnie zasadnicze uwarunkowania prowadzenia polityki monetarnej obejmujące stabilność cen jako nadrzędny cel banku centralnego, zagwarantowany prawnie zakres niezależności oraz odpowiedzialność przez organami ustawodawczymi są podobne bez względu na stosowaną strategię. Wyraźną różnicę stanowi natomiast spektrum narzędzi komunikacji, które jest znacznie bardziej ograniczone w przypadku banków stosujących strategię kontroli kursu walutowego. Z kolei wśród banków stosujących strategię celu inflacyjnego stopień skomplikowania komunikatów jest zróżnicowany pomiędzy bankami centralnymi oraz wykazuje zmienność w czasie.

Słowa kluczowe: strategia celu inflacyjnego, strategia kontroli kursu walutowego, komunikacja banków centralnych, text mining

JEL: E42, E52, E58

Wstęp

Inicjatywa Trójmorza stanowi forum współpracy gospodarek europejskich znajdujących się w obszarze trzech mórz tj. Morza Bałtyckiego, Adriatyckiego oraz Czarnego i została powołana w 2015 r. na wniosek prezydentów Polski i Chorwacji. Inicjatywa zrzesza w sumie dwanaście państw Unii Europejskiej¹, głównie z obszaru Europy Środkowo-Wschodniej.

Cele Inicjatywy Trójmorza obejmują m.in. wspieranie wzrostu gospodarczego, zwiększenie bezpieczeństwa energetycznego oraz wzmocnienie pozycji państw regionu Trójmorza na arenie europejskiej. Dążąc do osiągnięcia tych celów rządy gospodarek należących do Inicjatywy Trójmorza prowadzą wspólne projekty inwestycyjne, w szczególności w zakresie infrastruktury transportowej oraz energetycznej. Ich realizacja ma stymulować rozwój gospodarczy oraz niwelować nierówności ekonomiczne pomiędzy gospodarkami Unii Europejskiej.

Chociaż łączny udział gospodarek należących do Inicjatywy Trójmorza w Produkcie Krajowym Brutto (PKB) Unii Europejskiej nie przekracza 14%², to już co czwarty obywatel wspólnoty pochodzi z kraju przynależącego do Inicjatywy. W okresie od 2004 do 2019 r. (tj. od momentu przystąpienia większości krajów Inicjatywy do Unii, aż do wybuchu pandemii Covid-19), przeciętny wzrost gospodarczy w tej grupie krajów wyniósł 3,0% wobec 1,8% w reszcie wspólnoty³. Jednocześnie stopień rozwoju większości tych państw mierzony poziomem PKB na mieszkańca nadal pozostaje niższy niż w największych gospodarkach europejskich, co wraz z dotychczasową dynamiką wzrostu wskazuje na wysoki potencjał tej grupy do dalszej konwergencji.

¹ Oprócz Polski i Chorwacji Inicjatywa Trójmorza obejmuje Austrię, Bułgarię, Czechy, Estonię, Litwę, Łotwę, Rumunię, Słowację, Słowenię i Węgry.

² Dane Eurostat.

³ Dane Eurostat, obliczenia własne.

Ważny filar polityki gospodarczej, która determinuje rozwój ekonomiczny stanowi polityka pieniężna. Stabilna i niska inflacja jest bowiem kluczowym warunkiem dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego i stabilności makroekonomicznej, w tym umożliwia planowanie i prowadzenie długookresowych inwestycji zwiększających potencjał gospodarczy.

Uwarunkowania instytucjonalne prowadzenia polityki pieniężnej są rozumiane jako różne aspekty odnoszące się do niezależności, kontroli demokratycznej oraz przejrzystości banków centralnych, a więc w szczególności do ich mandatów, strategii polityki pieniężnej, procesu decyzyjnego oraz komunikacji.

Większość banków centralnych gospodarek należących do Inicjatywy Trójmorza prowadzi politykę pieniężną w oparciu o strategię celu inflacyjnego. Wśród dwunastu gospodarek Trójmorza sześć z nich należy do strefy euro, w ramach której polityka monetarna prowadzona jest przez Europejski Bank Centralny we współpracy z krajowymi bankami centralnymi. Jedynie Chorwacja i Bułgaria posługują się strategią kontroli kursu walutowego, a od lipca 2020 r. przynależą do mechanizmu ERM II, który stanowi jeden z etapów przystępowania do europejskiego obszaru walutowego. W związku z powyższym, zagadnienia dotyczące polityki monetarnej regionu Trójmorza w dużej mierze odnoszą się do strategii celu inflacyjnego.

Na strategię polityki pieniężnej składa się wiele elementów takich jak definicja celu banku centralnego, czy określenie reżimu walutowego. I chociaż nadrzędnym celem wszystkich banków centralnych jest ogólna stabilność makroekonomiczna oraz umiarkowana inflacja, to poszczególne elementy reżimu monetarnego – również w ramach tej samej strategii – mogą różnić się pomiędzy krajami. Celem niniejszego opracowania jest zatem analiza porównawcza uwarunkowań instytucjonalnych polityki pieniężnej gospodarek należących do Inicjatywy Trójmorza, w tym mandatów i strategii polityki pieniężnej (również z perspektywy historycznej), oraz procesów decyzyjnych i sposobów komunikacji. Grupa banków centralnych poddana analizie umożliwia porównanie ram instytucjonalnych polityki pieniężnej

w Polsce z gospodarkami regionu oraz odniesienie ich do praktyk kluczowego – zarówno z perspektywy regionu jak i z perspektywy globalnej - banku centralnego, jakim jest Europejski Bank Centralny. Analiza uwarunkowań kończy się na początku 2022 r., z kolei analiza komunikatów banków centralnych z wykorzystaniem metod *text mining* obejmuje – w zależności od dostępności komunikatów - okres od ok. 2004 r. do połowy 2020 r.

Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja stopnia, w jakim uwarunkowania instytucjonalne polityki pieniężnej w analizowanych gospodarkach można uznać za homogeniczne. W tym kontekście należy odpowiedzieć na pytanie, czy różnice w takich aspektach jak mandat banku centralnego, proces decyzyjny czy komunikacja wynikają przede wszystkim z rodzaju strategii polityki pieniężnej obowiązującej w danej gospodarce, czy też pewien stopień zróżnicowania uwarunkowań można dostrzec również w ramach tego samego reżimu monetarnego. Dzięki temu możliwe będzie wskazanie standardowych rozwiązań instytucjonalnych i praktyk, które służą zapewnieniu niezależności, kontroli demokratycznej oraz przejrzystości banków centralnych i które mogą stanowić punkt odniesienia również dla innych banków centralnych.

Wkład niniejszego opracowania do istniejącej literatury jest następujący. Po pierwsze, w analizie uwzględniono kontekst historyczny, który pozwala na pełniejsze zrozumienie determinant obowiązującego reżimu monetarnego⁴. Po drugie, w przeciwieństwie do innych publikacji z zakresu uwarunkowań polityki pieniężnej (Hammond, 2012; Niedźwiedzińska, 2018) analizowana próba nie ogranicza się jedynie do banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego, ale obejmuje też dwie instytucje posługujące się strategią kontroli kursu walutowego. Po trzecie, analiza komunikatów banków centralnych została przeprowadzona na relatywnie długiej i szerokiej próbie w porównaniu do dostępnych opracowań wykorzystujących narzędzia *text mining* (Schmeling i Wagner, 2015; Coenen i in. 2017).

⁴ W odróżnieniu od np. opracowania Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) *Monetary policy frameworks and central bank market operations* (2022).

1. Mandat i strategia polityki pieniężnej banku centralnego

Do kluczowych uwarunkowań instytucjonalnych prowadzenia polityki pieniężnej należy **mandat banku centralnego**, który definiuje nadrzędny cel realizowany przez bank centralny. Mandat określony jest w krajowych lub paneuropejskich aktach prawnych (np. w konstytucji danego kraju, krajowych ustawach o banku centralnym lub w *Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*). Mandaty analizowanych banków centralnych skupiają się przede wszystkim wokół zapewniania stabilności cen. Niekiedy w ramach mandatu zdefiniowany jest również cel drugorzędny, który często określany jest jako wspieranie ogólnej polityki gospodarczej rządu, którego realizacja nie może jednak zagrażać realizacji celu nadrzędnego.

Większość banków centralnych gospodarek Inicjatywy Trójmorza (10) realizuje swój mandat prowadząc politykę pieniężną w oparciu o **strategię celu inflacyjnego**. Jednocześnie w gospodarkach należących do strefy euro polityka pieniężna prowadzona jest przez Europejski Bank Centralny (dalej EBC) we współpracy z krajowymi bankami centralnymi⁶, które wspólnie tworzą Eurosystem. Z kolei banki centralne Chorwacji i Bułgarii posługują się **strategią kontroli kursu walutowego** oraz przynależą do mechanizmu kursowego ERM II. Strategia kontroli kursu walutowego koncentruje się na zapewnieniu stabilnego poziomu kursu walutowego, co – podobnie jak w przypadku strategii celu inflacyjnego – docelowo ma zapewnić stabilność cen w gospodarce.

⁶ Uwarunkowania instytucjonalne strategii polityki pieniężnej dla gospodarek należących do strefy euro (tj. Austrii, Estonii, Litwy, Łotwy, Słowacji i Słowenii) zostały przedstawione w ujęciu zagregowanym, tj. poprzez przedstawienie ram instytucjonalnych i operacyjnych funkcjonowania Eurosystemu, w szczególności Europejskiego Banku Centralnego.

Reżim walutowy stanowi kolejny kluczowy element strategii, który określa swobodę, z jaką kurs walutowy kształtują się pod wpływem popytu i podaży na rynku walutowym lub stopień, w którym jest sterowany przez interwencje walutowe banku centralnego. Zdecydowana większość krajów Trójmorza posługująca się strategią celu inflacyjnego operuje w ramach reżimu płynnego kursu walutowego, który – zgodnie z koncepcją trójkąta niemożności⁷ – jest warunkiem niezbędnym do prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej przy swobodnym przepływie kapitału. Strategia kontroli kursu walutowego zakłada z kolei czynny udział banku centralnego w kształtowaniu poziomu kursu walutowego.

Ze względu na długi horyzont oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę oraz problem dynamicznej niespójności w czasie, **niezależność banku centralnego** sprzyja uodpornieniu się polityki monetarnej na pokusę realizacji krótkookresowych celów gospodarczo-politycznych kosztem długookresowego rozwoju i stabilności gospodarki. Spektrum niezależności może różnić się pomiędzy poszczególnymi bankami centralnymi oraz dotyczyć wybranych aspektów takich jak niezależność w podejmowaniu decyzji, czy zakaz bezpośredniego finansowania wydatków sektora publicznego. W przypadku krajów należących do Unii Europejskiej (dalej UE), zakres niezależności jest jednak zbliżony pomiędzy bankami centralnymi ze względu na obowiązujące europejskie akty prawne. W szczególności zgodnie z art. 130 *Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej* ani banki centralne krajów należących do UE, w tym EBC, ani członkowie ich organów decyzyjnych nie mogą przyjmować instrukcji od jakichkolwiek innych organów⁸.

⁷ Koncepcja zaproponowana niezależnie przez Johna Flemminga i Roberta Mundella, zgodnie z którą w warunkach sztywnego kursu walutowego i swobodnych przepływów kapitałowych, bank centralny nie może dowolnie dostosowywać poziomu stóp procentowych do krajowej sytuacji gospodarczej, gdyż przełoży się to na dostosowania po stronie przepływów kapitałowych (Fleming, 1962; Mundell, 1960).

⁸ „W wykonywaniu uprawnień oraz zadań i obowiązków, które zostały im powierzone Traktatami i Statutem ESBC i EBC, ani Europejski Bank Centralny, ani krajowy bank centralny, ani członek któregośkolwiek z ich organów decyzyjnych nie zwracają się o instrukcje ani ich nie przyjmują od instytucji, organów ani jednostek organizacyjnych Unii, rządów Państw Członkowskich, ani jakiegokolwiek innego organu.” (art. 130 *Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*).

Ramy operacyjne strategii określają zakres instrumentów, za pomocą których bank centralny prowadzi politykę pieniężną. Dla banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego główny instrument to stopa procentowa, choć banki te mogą także stosować interwencje walutowe. Standardowe narzędzia polityki pieniężnej obejmują m.in. operacje otwartego rynku czy stopę rezerwy obowiązkowej. Wśród instrumentarium banków centralnych znaleźć można również tzw. niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, takie jak skup aktywów, których zastosowanie stało się powszechniejsze w obliczu efektywnego dolnego ograniczenia dla stóp procentowych m.in. po wybuchu pandemii Covid-19.

W kolejnych podrozdziałach zostały omówione strategie polityki pieniężnej poszczególnych banków centralnych z uwzględnieniem powyższych uwarunkowań instytucjonalnych. Omówienie strategii jest osadzone w kontekście historycznym, przedstawiając ewolucję reżimu monetarnego, w tym przyczyny jego przyjęcia. Taka perspektywa umożliwia przyjrzenie się czynnikom, które determinowały obowiązujące ramy reżimu monetarnego. Z tego względu w pierwszej kolejności mandaty i strategie polityki pieniężnej poszczególnych banków centralnych są analizowane w osobnych podrozdziałach. Następnie dokonano zestawienia i analizy porównawczej strategii wszystkich omawianych banków centralnych.

1.1 Kraje Inicjatywy Trójmorza należące do strefy euro: Austria, Estonia, Litwa, Łotwa, Słowacja, Słowenia

Perspektywa historyczna

Strefa euro została utworzona 1 stycznia 1999 r. przez jedenaście państw należących do UE, w tym jej największe gospodarki takie jak Niemcy, Francja, Włochy⁹. Początkowo waluty krajów członkowskich zostały powiązane ze sobą sztywnym kursem i były wykorzystywane w płatnościach gotówkowych, podczas gdy euro funkcjonowało jedynie jako waluta księgową. W 2002 r. państwa założycielskie strefy euro wraz z Grecją wprowadziły euro również w formie gotówkowej. W kolejnych latach do strefy euro przystępowały następujące państwa: Słowenia (2007), Cypr i Malta (2008), Słowacja (2009), Estonia (2011), Łotwa (2014), Litwa (2015). Tym samym europejski obszar walutowy tworzy obecnie dziewiętnaście państw¹⁰.

Początkowo EBC prowadził politykę pieniężną w oparciu o strategię zbliżoną do strategii celu inflacyjnego, która obejmowała dwa elementy. Pierwszy stanowiła ilościowa definicja stabilności cen określona jako „roczny wskaźnik HICP dla strefy euro poniżej 2%”. Drugim elementem była ocena ryzyka dla stabilności cen, opierająca się na analizie monetarnej (odnoszącej się do długookresowej relacji między agregatami monetarnymi a inflacją) i ekonomicznej (badającej krótko- i średniookresowy wpływ czynników finansowych i ekonomicznych na inflację).

W kolejnych latach EBC dokonywał nieregularnych przeglądów swojej strategii (w 2001, 2003 oraz 2011 r.), zazwyczaj podkreślając zachowanie w mocy najważniejszych jej założeń. W efekcie tych rewizji znaczenie analizy monetarnej było jednak stopniowo marginalizowane, natomiast definicja stabilności cen doprecyzowana. W szczególności w 2001 r. podkreślono, że zarówno przedłużająca

⁹ Do pozostałych krajów należały Belgia, Hiszpania, Irlandia, Luksemburg, Holandia, Austria, Portugalia i Finlandia.

¹⁰ Niektóre kraje nienależące do UE również wprowadziły euro jako oficjalną walutę krajową np. Watykan, Monako, Czarnogóra w ramach tzw. jednostronnej euroizacji. Nie są to jednak kraje należące do strefy euro.

się inflacja, jak i deflacja nie są zgodne z określeniem „poniżej 2%” (EBC, 2001), z kolei w 2003 r. definicja stabilności cen została określona jako inflacja HICP będąca „poniżej, lecz blisko 2%” (EBC, 2004). Doprecyzowanie to oznaczało *de facto* nieznaczne podniesienie celu inflacyjnego. W kolejnych latach EBC zasadniczo nie modyfikował swojej strategii, jednak w obliczu kryzysu zadłużeniowego strefy euro i braku możliwości dalszego obniżenia stóp procentowych, które już wówczas były ujemne, ówczesny Prezes EBC, Mario Draghi, zaczął wskazywać na symetryczność definicji stabilności cen. Od września 2019 r. informacja o symetryczności stanowiła stały fragment Oświadczenia Wstępnego¹¹, które Prezes EBC odczytywał na początku konferencji prasowej.

W lipcu 2021 r. EBC ogłosił wyniki szeroko zapowiadanego i trwającego niemalże półtora roku przeglądu swojej strategii (EBC, 2021a; EBC, 2021b; EBC, 2021c). W przeciwieństwie do poprzednich rewizji, wyniki tego przeglądu ogłoszono jako nową strategię EBC, choć wiele z kluczowych jej aspektów pozostało bez zmian. **Najważniejszą modyfikacją stanowiło ogłoszenie skwantyfikowanego, symetrycznego celu inflacyjnego ustalonego na poziomie 2%**¹². Tym samym EBC dokonał ponownego nieznacznego podwyższenia celu oraz dopuścił możliwość akceptacji tymczasowego kształtowania się inflacji powyżej 2%.

Determinanty przyjęcia strategii: Ogłaszając w 1998 r. strategię EBC, ówczesny Prezes W. F. Duisenberg, stwierdził, że zapewni ona kontynuację strategii monetarnych stosowanych dotychczas z powodzeniem przez państwa członkowskie¹³ (EBC, 1998). Wprowadzono zatem wówczas strategię zbliżoną do

¹¹ W lipcu 2021 r. Oświadczenie Wstępne (ang. *Introductory Statement*) zostało zastąpione przez *Monetary policy statement*.

¹² Tym samym EBC po raz pierwszy posłużył się pojęciem charakterystycznym dla strategii celu inflacyjnego. Dotychczas EBC nie posługiwał się pojęciem „celu inflacyjnego” (ang. *inflation target*) odnosząc się w swoich publikacjach najczęściej do definicji stabilności cen (ang. *definition of price stability*) lub nieco zmodyfikowanych pojęć zbliżonych do sformułowania „cel inflacyjny” (ang. *inflation aim, inflation goal*).

¹³ „Against this background, the Governing Council has chosen a distinct monetary policy strategy, one that reflects the special circumstances it faces at present. This strategy will ensure continuity with the successful strategies pursued by participating national central banks in recent years, while taking into account - to the extent needed - the unique situation created by the transition to Monetary Union.” (EBC, 1998).

strategii celu inflacyjnego, która zawierała pewne elementy charakterystyczne dla strategii kontroli podaży pieniądza (przede wszystkim kluczowe znaczenie analizy monetarnej oraz określenie wartości referencyjnej dla dynamiki agregatu pieniężnego M3). W ten sposób EBC odróżniał się od innych banków centralnych stosujących „klasyczną” strategię celu inflacyjnego.

Decyzja o przyjęciu przez EBC nieco eklektycznej strategii była związana z pozytywnym doświadczeniem Bundesbanku w stosowaniu strategii kontroli podaży w pieniądza w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX w. Warto jednak zaznaczyć, że skuteczność tej strategii wynikała wówczas ze względnie stabilnej funkcji popytu na pieniądź, jej elastyczności oraz istotnej roli komunikacji w polityce pieniężnej Bundesbanku (Ciżkowicz-Pękała i in., 2019). Osłabienie się

zależności pomiędzy agregatami monetarnymi a inflacją spowodowało, że w kolejnych latach EBC stopniowo marginalizował lub całkowicie wycofywał się z elementów charakterystycznych dla strategii kontroli podaży pieniądza, podkreślając przy tym zachowanie jej zasadniczych elementów.

Wykres 1.1 Inflacja HICP w strefie euro w ujęciu r/r (%)



Źródło: Eurostat

W ostatniej dekadzie przed ogłoszeniem przeglądu strategii inflacja HICP w strefie euro wyniosła średnio 1,4% r/r tj. wyraźnie poniżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC (Wykres 1.1). Zmiany strukturalne obejmujące obniżanie się potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego oraz starzenie się społeczeństwa znacząco wpłynęły na kontekst prowadzenia polityki pieniężnej. Dodatkowo negatywne konsekwencje globalnego kryzysu finansowego oraz kryzysu

zadłużeniowego strefy euro wyraźnie ograniczyły możliwość do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej poprzez obniżkę stóp procentowych. Ogłaszając rozpoczęcie przeglądu strategii na początku 2020 r. wskazano więc, że prowadzenie polityki pieniężnej w obliczu powyższych wyzwań wymaga odmiennego podejścia niż w sytuacji przeciwdziałania ryzyku nadmiernej inflacji. Dlatego też jednym z głównych elementów nowej strategii było poszerzenie instrumentarium poprzez uwzględnienie dodatkowych narzędzi, w tym ujemnych stóp procentowych oraz skupu aktywów. Narzędzia te mogą być wykorzystane w obliczu osiągnięcia przez stopy procentowe tzw. dolnego efektywnego ograniczenia (ang. *effective lower bound*, ELB), tj. braku możliwości ich dalszego obniżania.

Mandat banku centralnego: Mandat EBC określa art. 127 *Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, który stwierdza, że głównym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych (tj. EBC wraz z bankami centralnymi wszystkich gospodarek UE) jest utrzymanie stabilności cen. Jednocześnie bez uszczerbku dla celu nadrzędnego ESBC powinien wspierać ogólne polityki gospodarcze UE¹⁴.

Obecnie, stabilność cen w strefie euro zdefiniowana jest jako symetryczny cel inflacyjny na poziomie 2% w średnim okresie. Cel inflacyjny ustalany jest przez EBC.

Reżim walutowy: Polityka pieniężna strefy euro prowadzona jest w warunkach płynnego kursu walutowego. Jednocześnie reżim ten nie wyklucza prowadzenia interwencji walutowych, choć dotychczas EBC przeprowadził interwencje walutowe jedynie w 2000 i 2011 r.¹⁵.

Niezależność: Niezależność EBC oraz krajowych banków centralnych należących do Eurosystemu jest zdefiniowana w *Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*. Art. 123

¹⁴ „Głównym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych, zwanego dalej »ESBC«, jest utrzymanie stabilności cen. Bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ESBC wspiera ogólne polityki gospodarcze w Unii, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Unii ustanowionych w artykule 3 Traktatu o Unii Europejskiej. ESBC działa w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów oraz zgodnie z zasadami określonymi w artykule 119.” (art. 127 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej).

¹⁵ Dane EBC dostępne na https://www.ecb.europa.eu/stats/balance_of_payments_and_external/international_reserves/fx_interventions/html/index.en.html

Traktatu zabrania udzielania pożyczek organom Unii, rządów państw i samorządom oraz instytucjom i przedsiębiorstwom publicznym, jak również skupowania emitowanych przez nie papierów dłużnych na rynku pierwotnym¹⁶. Kolejny aspekt niezależności określa art. 130 *Traktatu*, który zabrania EBC, krajowym bankom centralnym oraz członkom ich organów decyzyjnych odbierania instrukcji od władz publicznych, w tym rządów krajów członkowskich oraz organów UE. Władze te nie mogą podejmować prób wywierania wpływu na banki centralne i członków ich organów decyzyjnych¹⁷.

Ramy operacyjne: Do instrumentarium EBC należą stopy procentowe, w tym przede wszystkim stopa depozytowa¹⁸. EBC wykorzystuje również operacje otwartego rynku, wśród których znajdują się regularnie przeprowadzane podstawowe operacje refinansujące (ang. *Main Refinancing Operations*, MRO), dzięki którym EBC zarządza płynnością na rynku finansowym oraz dłuższe operacje refinansujące (ang. *Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) dostarczające dodatkowego i długoterminowego refinansowania dla sektora finansowego. Implementacja polityki pieniężnej odbywa się również z wykorzystaniem wymogów w zakresie rezerwy obowiązkowej.

W 2014 r. – wobec niskiej inflacji oraz powolnego ożywienia w strefie euro – EBC złagodził warunki monetarne poprzez obniżenie stóp procentowych, w tym stopy depozytowej poniżej zera. Tym samym EBC stał się pierwszym z kluczowych banków centralnych, który wprowadził ujemną stopę depozytową. Od tego czasu

¹⁶ „Zakazane jest udzielanie przez Europejski Bank Centralny lub banki centralne Państw Członkowskich, zwane dalej „krajowymi bankami centralnymi”, pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom, organom lub jednostkom organizacyjnym Unii, rządów centralnym, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom lub przedsiębiorstwom publicznym Państw Członkowskich, jak również nabywanie bezpośrednio od nich przez Europejski Bank Centralny lub krajowe banki centralne ich papierów dłużnych.” (art. 123(1) *Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*).

¹⁷ „W wykonywaniu uprawnień oraz zadań i obowiązków, które zostały im powierzone Traktatami i Statutem ESBC i EBC, ani Europejski Bank Centralny, ani krajowy bank centralny, ani członek któregośkolwiek z ich organów decyzyjnych nie zwracają się o instrukcje ani ich nie przyjmują od instytucji, organów ani jednostek organizacyjnych Unii, rządów Państw Członkowskich, ani jakiegokolwiek innego organu. Instytucje, organy i jednostki organizacyjne Unii, jak również rządy Państw Członkowskich zobowiązują się szanować tę zasadę i nie dążyć do wywierania wpływu na członków organów decyzyjnych Europejskiego Banku Centralnego lub krajowych banków centralnych przy wykonywaniu ich zadań.” (art. 130 *Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*).

¹⁸ Od kryzysu finansowego sterowanie stopą rynku międzybankowego odbywa się przede wszystkim za pomocą stopy depozytowej.

stopa depozytowa była jeszcze kilkukrotnie obniżana i jak dotąd najniższy jej poziom to -0,50%. Z kolei od marca 2016 r. stopa podstawowych operacji refinansujących wynosi 0%.

W sytuacji osiągnięcia przez nominalne stopy procentowe banku centralnego tzw. dolnego efektywnego ograniczenia (ELB), EBC stosuje szereg instrumentów tzw. niestandardowych. Należą do nich operacje LTRO dostarczające płynności w euro lub dolarze amerykańskim oraz ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące TLTRO (ang. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), których celem jest stymulowanie akcji kredytowej w gospodarce¹⁹. Co więcej, od października 2019 r., oprocentowanie części nadwyżkowych rezerw instytucji kredytowych (tj. powyżej wysokości minimalnej rezerwy obowiązkowej) nie podlega ujemnej stopie oprocentowania w ramach tzw. *two-tier system*, a jest oprocentowana według stawki ustalonej na poziomie 0%.

Innym ważnym instrumentem tzw. niestandardowym jest program skupu aktywów APP²⁰ (ang. *Asset Purchases Programme*) wprowadzony po raz pierwszy w 2014 r. (a później rozszerzany) i uruchomiony ponownie w listopadzie 2019 r. Wśród celów wprowadzenia tego programu należy wymienić wsparcie *forward guidance* dla stóp procentowych, wzmocnienie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej oraz zwiększenie akcji kredytowej dla gospodarki realnej (EBC, 2014; EBC, 2015). APP składa się z czterech programów skupu papierów wartościowych emitowanych przez sektor publiczny i prywatny. Największy udział w strukturze programu ma skup obligacji sektora publicznego (ang. *Public Sector Purchase Programme*, PSPP), na który składają się przede wszystkim obligacje skarbowe państw strefy euro.

¹⁹ Dostęp do środków z tego programu jest warunkowany skalą udzielonych kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (z wyłączeniem kredytów hipotecznych).

²⁰ W latach 2010-2012 EBC prowadził program skupu papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych krajów przechodzących kryzys zadłużeniowy (*Securities Market Programme*, SMP). Zgodnie z deklaracjami EBC, program SMP miał na celu poprawę funkcjonowania mechanizmu transmisji pieniężnej, a nie poluzowanie polityki monetarnej, stąd też zakupy aktywów w ramach tego programu były sterylizowane, tj. nie zwiększały poziomu płynności w systemie bankowym. Ponadto, w latach 2009-2012, prowadzone były dwa programy skupu listów zastawnych (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP).

Pozostałe części APP to programy skupu papierów wartościowych zabezpieczonych należnościami od niefinansowych podmiotów sektora prywatnego strefy euro (ang. *Asset-backed Securities Purchase Programme*, ABSPP), listów zastawnych (ang. *Third Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3) oraz obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw niebankowych (ang. *Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP).

W 2020 r. – wobec wybuchu pandemii Covid-19 i konieczności dalszego złagodzenia warunków monetarnych – EBC uruchomił dodatkowe instrumenty podobne do dotychczas stosowanych narzędzi niestandardowych, tj. nadzwyczajny program skupu aktywów w celu zwalczania negatywnych skutków pandemii PEPP (ang. *Pandemic Emergency Purchase Programme*) obejmujący skup tego samego rodzaju aktywów co program APP oraz dodatkowe operacje zasilające w płynność PELTRO (ang. *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*).

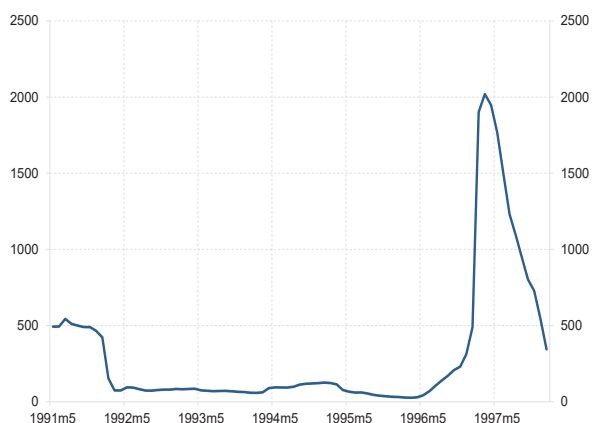
Co ważne po rewizji strategii EBC zrezygnował ze stosowania określenia „instrumenty niestandardowe” przy odwoływaniu się do skupu aktywów lub programów wsparcia akcji kredytowej, a określił je opisowo jako instrumenty wykorzystywane w sytuacji osiągnięcia tzw. ELB.

1.2 Bułgaria

Perspektywa historyczna

Wysoka i zmienna inflacja sięgająca nawet kilkuset procent w ujęciu rocznym stanowiła kluczowe wyzwanie dla gospodarki Bułgarii po upadku komunizmu w 1990 r. (Wykres 1.2). Nadmiernej inflacji towarzyszyły słaba kondycja finansów publicznych oraz problemy sektora bankowego. Brak koniecznych reform strukturalnych oraz nieodpowiednia polityka gospodarcza w pierwszych latach transformacji spowodowały obniżenie aktywności gospodarczej w okresie od 1989 r. do 1997 r. o niemalże jedną trzecią (MFW, 2001a).

Wykres 1.2 Inflacja CPI w Bułgarii w ujęciu r/r (%) (maj 1991 r. – styczeń 1998 r.)



Źródło: dane BIS

Wykres 1.3 Inflacja CPI w Bułgarii w ujęciu r/r (%) (od lutego 1998 r.)



Źródło: dane BIS

Następstwem tych uwarunkowań był wybuch kryzysu gospodarczo-finansowego, któremu towarzyszyła jeszcze wyższa niż w początkowej fazie transformacji inflacja²¹, upadek ok. jednej trzeciej sektora bankowego i załamanie się kursu krajowej waluty²² (MFW, 1999). W lipcu 1997 r. nowy rząd podjął radykalne kroki obejmujące wszechstronny program stabilizujący, który opierał się przede

²¹ W raporcie z 2001 r. opublikowanym po konsultacjach w ramach Artykułu IV, Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) określił poziom inflacji w Bułgarii w 1997 r. jako zbliżony do hiperinflacji (ang. *near-hyperinflationary*) (MFW, 2001a).

²² W I kw. 1997 r. bułgarski lew osłabił się względem amerykańskiego dolara o 70% (MFW, 1999).

wszystkim na reformie banku centralnego i **wprowadzeniu izby walutowej**, narzucającej prowadzenie polityki pieniężnej w oparciu o sztywną kontrolę kursu walutowego względem marki niemieckiej (ang. *hard peg*)²³. Pozostałe działania naprawcze obejmowały m.in. zwiększenie dyscypliny fiskalnej poprzez uniemożliwienie monetyzacji długu oraz poprawę sytuacji sektora finansów publicznych dzięki wpływom z prywatyzacji państwowych przedsiębiorstw (KE, 1998). Towarzyszył temu szereg reform strukturalnych, w tym dotyczących sektora finansowego. W efekcie jeszcze w 1998 r. doszło do znaczącej dezinflacji (Wykres 1.3), natomiast od 1999 r. aż do globalnego kryzysu finansowego gospodarka bułgarska nie doświadczyła recesji.

W kolejnych latach Bułgarski Bank Narodowy (ang. *Bulgarian National Bank*, BNB²⁴) kontynuował prowadzenie polityki pieniężnej w oparciu o strategię sztywnej kontroli kursu walutowego w postaci izby walutowej. **Nie zmieniając strategii, w lipcu 2020 r. Bułgaria przystąpiła do mechanizmu kursowego ERM II, który zobowiązuje BNB do ograniczenia wahań kursowych względem euro w ramach określonego przedziału odchyłań.** Ze względu na izbę walutową obowiązującą w Bułgarii, decyzja ta nie miała zasadniczego wpływu na sposób prowadzenia polityki pieniężnej BNB.

Determinanty przyjęcia strategii: Wprowadzenie izby walutowej w 1997 r. służyło przede wszystkim osiągnięciu stabilności makroekonomicznej, w tym obniżeniu inflacji, zwiększeniu dyscypliny fiskalnej oraz przywróceniu zaufania do krajowej waluty. Reguły izby walutowej uniemożliwiają bowiem niekontrolowaną emisję pieniądza w celu finansowania wydatków rządowych, co z kolei powoduje, że przedsiębiorstwa oraz banki nie mogą liczyć na wsparcie finansowe ze strony rządu

²³ Kurs został określony na poziomie 1DM = 1000BGN. W 1999 r. przeprowadzono denominację bułgarskiego lewa, a jego kurs względem marki niemieckiej określono w relacji 1:1. Następnie w 2002 r. – wraz z wprowadzeniem euro do obrotu gotówkowego w krajach strefy euro – kurs lewa został zdefiniowany względem euro i ustalony na poziomie 1 EUR = 1,95583 BGN. Poziom kursu odpowiadał wówczas kursowi wymiany niemieckiej marki na euro.

²⁴ W języku bułgarskim oficjalna nazwa Banku brzmi *Balgarska Narodna Banka*.

w przypadku swojej niewypłacalności (KE, 1998). Międzynarodowy Fundusz Walutowy zasugerował wprowadzenie izby walutowej już na jesieni 1996 r. wskazując na dotychczasowy brak niezależności banku centralnego jako dodatkowy argument za przyjęciem tego reżimu (Mihov, 1999).

Pomimo korzyści płynących z wprowadzenia izby walutowej, reżim ten narzuca kilka sztywnych warunków, których spełnienie nie jest konieczne w przypadku strategii „miękkiej” kontroli kursu walutowego (ang. *soft peg*). Po pierwsze izba walutowa wymaga utrzymywania rezerw walutowych pokrywających bazę monetarną, które powinny być w większości lub w całości denominowane w walucie bazowej²⁵.

Po drugie, klasyczna wersja izby walutowej nie pozwala na pełnienie przez bank centralny roli pożyczkodawcy ostatniej szansy (ang. *lender of last resort*) dla banków komercyjnych, ponieważ wielkość bazy monetarnej jest ograniczana przez posiadane rezerwy walutowe i nie może być dyskrejonalnie zwiększana. Z tego powodu koniecznym warunkiem wprowadzenia tej strategii jest stabilność i odporność systemu bankowego na szoki. W Bułgarii warunek ten nie był spełniony ze względu na długotrwałe strukturalne problemy systemu bankowego, dodatkowo pogłębione przez kryzys gospodarczy i finansowy. Z powodu niestabilnego sektora bankowego wprowadzono zmodyfikowaną wersję izby walutowej, która przewidywała możliwość pełnienia przez bank centralny roli pożyczkodawcy ostatniej szansy, choć w znacznie ograniczonym zakresie²⁶.

²⁵ W przypadku Bułgarii walutę bazową stanowi obecnie euro, choć Bułgaria utrzymuje również rezerwy w innej postaci m.in. w złocie.

²⁶ Aby umożliwić wprowadzenie izby walutowej w zmodyfikowanej postaci ze struktury Banku wydzielono dwa podstawowe departamenty posiadające oddzielne bilanse, Departament Emisyjny i Departament Bankowy. Departament Emisyjny jest odpowiedzialny za prowadzenie izby walutowej i utrzymuje rezerwy równe bazie monetarnej oraz depozytowi Departamentu Bankowego w walucie rezerwowej. Tym samym łączna ilość rezerw walutowych posiadanych przez BNB przewyższa bazę monetarną, a nadwyżka ta może być wykorzystywana przez Departament Bankowy do udzielania bankom komercyjnym kredytu w sytuacji, gdy awaryjnie potrzebują płynności.

Mandat banku centralnego: Według *Ustawy o Bułgarskim Banku Narodowym*²⁷, nadrzędnym celem Banku jest utrzymywanie stabilności cen poprzez zapewnienie stabilności krajowej waluty²⁸. Drugim, podrzędnym celem jest wspieranie polityk gospodarczych UE²⁹. Trzeci w hierarchii cel stanowi wspieranie zrównoważonego oraz niepowodującego inflacji wzrostu gospodarczego³⁰. Choć *Ustawa* przypisuje BNB odpowiedzialność za prowadzenie polityki pieniężnej, w rzeczywistości zakres działań BNB jest mocno ograniczony ze względu na strategię izby walutowej, która uniemożliwia prowadzenie dyskrecjonalnej polityki pieniężnej.

Reżim walutowy: Strategia izby walutowej oznacza zobowiązanie banku centralnego do utrzymywania bezwzględnie sztywnego kursu wobec zagranicznej waluty. Głównym mechanizmem, za pomocą którego utrzymywany jest sztywny kurs, jest zapewnienie przez BNB obustronnej wymienialności bułgarskiego lewa na euro, zgodnie z popytem zgłaszanym przez krajowe banki. Zgodnie z zapisami *Ustawy* (art. 30), BNB jest zobowiązany sprzedać lub kupić dowolną ilość euro za lewy na żądanie, na terenie kraju i po kursie nieodbiegającym o więcej niż 0,5% od kursu ustalonego na poziomie 1 EUR = 1,95583 BGN. Tego rodzaju operacje różnią się zatem od standardowych interwencji walutowych, gdyż podaż krajowej waluty jest zawsze równa popytowi zgłaszanemu przez krajowe banki³¹.

Niezależność banku centralnego: W *Ustawie* stwierdza się, że Bank i jego organy są niezależne i nie powinny wykonywać instrukcji Rady Ministrów, rządów innych krajów UE, ani instytucji UE (art. 44 *Ustawy*). Zgodnie z art. 45 *Ustawy*, BNB nie może udzielać pożyczek rządowi ani instytucjom rządowym lub samorządowym. Nie

²⁷ *Law on the Bulgarian National Bank* z 5 czerwca 1997 r. z późniejszymi zmianami.

²⁸ "The primary objective of the Bulgarian National Bank shall be to maintain price stability through ensuring the stability of the national currency and implementing monetary policy as provided for by this Law." (art. 2(1) *Ustawy o Bułgarskim Banku Narodowym*).

²⁹ "(...) Without prejudice to the primary objective of price stability, the Bulgarian National Bank shall support the general economic policies in the European Union with a view to contributing to the achievement of its objectives, as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union." (art. 2(2) *Ustawy o Bułgarskim Banku Narodowym*).

³⁰ "Without prejudice to the objectives under paragraphs 1 and 2, the Bulgarian National Bank shall support the policy of sustainable and non-inflationary growth." (art. 3(1) *Ustawy o Bułgarskim Banku Narodowym*).

³¹ Interwencje te są określane przez EBC mianem interwencji typu II, podczas gdy standardowe interwencje walutowe określane są mianem interwencji typu I (EBC 2020).

może również skupować instrumentów dłużnych emitowanych przez rząd, samorządy i związane z nimi instytucje oraz organizacje i jednostki publiczne. Zakaz ten dotyczy skupu tych aktywów zarówno na rynku pierwotnym jak i wtórnym³².

Ramy operacyjne: Przyjęcie izby walutowej wiąże się z całkowitą rezygnacją z prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, która jest w pełni podporządkowana ograniczeniu wahań kursu walutowego (Grostal i in., 2016). W tym celu BNB jest zobowiązany całkowicie pokrywać rezerwami dewizowymi wyemitowaną przez siebie bazę monetarną³³.

³² *“The Bulgarian National Bank shall not purchase in the primary and secondary markets debt instruments issued by the Bulgarian government and municipalities, as well as by Bulgarian government and municipal institutions, organizations and public sector entities.”* (art. 45(3) Ustawy o Bułgarskim Banku Narodowym).

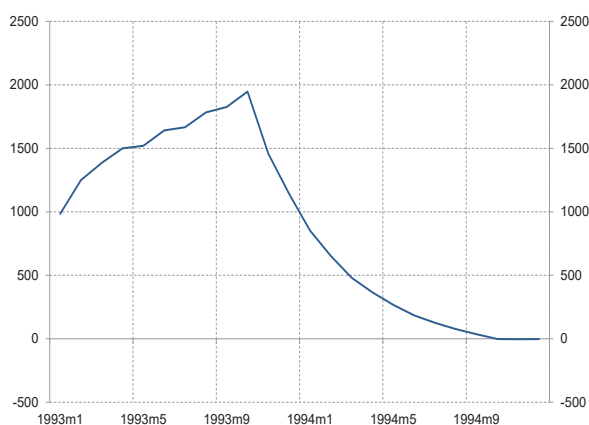
³³ *„The aggregate amount of monetary liabilities of the Bulgarian National Bank shall not exceed the lev equivalent of the gross international reserves, and the lev equivalent shall be determined on the basis of the official exchange rate of the lev against the Deutschemark pursuant to Article 29.”* (art. 28(1) Ustawy o Bułgarskim Banku Narodowym).

1.3 Chorwacja

Perspektywa historyczna

Na początku lat dziewięćdziesiątych XX w. Chorwacja zmagła się z prowadzonym w tym kraju konfliktem wojennym. Wojna o niepodległość trwająca od 1991 do 1995 r. miała destabilizujący wpływ na sytuację makroekonomiczną, w tym doprowadziła do wystąpienia hiperinflacji (Wykres 1.4), a w konsekwencji utraty zaufania do krajowej waluty (chorwackiego dinara³⁴). W efekcie dinar został zastąpiony w obrocie gospodarczym walutami obcymi, którymi posługiwano się nie tylko do rozliczania codziennych transakcji, ale także które wykorzystywano jako środek tezauryzacji³⁵. Pod koniec 1994 r. do obiegu wprowadzono chorwacką kunę, której kurs został usztywniony względem niemieckiej marki (a później euro), dzięki czemu w poł. lat dziewięćdziesiątych udało się doprowadzić do znaczącej dezinflacji (Wykres 1.4, Wykres 1.5), utrzymując przy tym dodatni wzrost gospodarczy.

Wykres 1.4 Inflacja CPI w Chorwacji i w ujęciu r/r (%) (styczeń 1993 r. – grudzień 1994 r.)



Źródło: dane BIS

Wykres 1.5 Inflacja CPI w Chorwacji i w ujęciu r/r (%) (od stycznia 1995 r.)



Źródło: dane BIS

³⁴ Chorwacki dinar został wprowadzony pod koniec 1991 r. (zastępując jugosławińskiego dinara), a następnie wycofany w maju 1994 r.

³⁵ W literaturze zjawisko to określa się najczęściej mianem dolaryzacji, jeśli walutą zagraniczną, która zastępuje krajową w obrocie gospodarczym jest dolar, lub euroizacji, w przypadku euro. W latach dziewięćdziesiątych XX w. w Chorwacji posługiwano się przede wszystkim marką niemiecką, która później została zastąpiona przez euro, stąd określenie euroizacja w dalszej części tekstu należy również odnosić do tamtego okresu.

Pomimo stabilizacji sytuacji gospodarczej jeszcze w latach dziewięćdziesiątych XX w., udział walut obcych w depozytach bankowych ogółem w tym okresie był bardzo wysoki, tj. zbliżony do 80% (Dumičić i in., 2018), a kryzys bankowy w 2000 r. dodatkowo nasilił skalę tego zjawiska. Jedynie w okresie od 2006 do 2008 r. miało miejsce stopniowe odwrócenie tej tendencji, które jednak zakończyło się wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego. I chociaż w kolejnych latach inflacja utrzymywała się na względnie umiarkowanym poziomie³⁶ (Wykres 1.5), a ogólna sytuacja makroekonomiczna była stabilna, wysoki stopień euroizacji systemu finansowego pozostał do dziś strukturalną cechą chorwackiej gospodarki. W tych warunkach **Bank Chorwacji (ang. Croatian National Bank, HNB³⁷) od wielu lat kontynuuje prowadzenie polityki pieniężnej w oparciu o strategię kontroli kursu walutowego**, w ramach której kotwicę nominalną zapewniającą stabilność cen stanowi kurs kuny względem euro. **Ponadto w lipcu 2020 r. Chorwacja – podobnie jak Bułgaria – przystąpiła do mechanizmu ERM II, a jej wejście do strefy euro planowane jest na 2023 r.**

Determinanty przyjęcia strategii: Przyjęcie strategii kontroli kursu walutowego stanowiło kluczowy element programu stabilizującego chorwacką gospodarkę w I poł. lat dziewięćdziesiątych XX w. Usztywnienie kursu względem waluty gospodarki o wysokiej wiarygodności, tj. niemieckiej marki, pozwoliło na znaczącą dezinflację, chociaż nie zdołało odbudować zaufania do chorwackiej kuny.

W kolejnych latach podtrzymywano ocenę, że alternatywa prowadzenia bardziej niezależnej polityki pieniężnej niż to jest możliwe w przypadku strategii kontroli kursu walutowego, jest problematyczna wobec wysokiego stopnia euroizacji

³⁶ Średnia miesięczna inflacja HICP w latach 2009-2020 wyniosła 1,2% r/r, a najwyższy odnotowany poziom inflacji w ujęciu rocznym w tym okresie to 4,8% (dane Eurostat).

³⁷ W języku chorwackim nazwa Banku to *Hrvatska Narodna Banka*, w związku z tym w niniejszym opracowaniu w odniesieniu do Banku Chorwacji zastosowano skrót HNB, w celu odróżnienia go od Banku Czech (ang. *Czech National Bank, CNB*).

gospodarki³⁸ (MFW, 2002), który dodatkowo był wspierany przez takie czynniki jak znaczny napływ zagranicznych przekazów zarobkowych oraz dochodów wynikających z turystyki, jak również rozwój rynku finansowego opartego o zagraniczne banki europejskie (Dumičić i in., 2018). Dodatkowym utrudnieniem był też względnie niski poziom rozwoju rynków finansowych stanowiący ograniczenie dla mechanizmu transmisji stóp procentowych, którego poprawne funkcjonowanie jest z kolei jednym z warunków zapewniających skuteczność strategii celu inflacyjnego.

Nie bez znaczenia dla wyboru strategii jest też fakt, że Chorwacja stanowi małą i otwartą gospodarkę, dla której istotne znaczenie ma wymiana handlowa ze strefą euro³⁹. Kształtowanie się kursu kuny względem euro ma zatem znaczące przełożenie na ceny krajowych dóbr, ale także na oczekiwania inflacyjne (HNB, 2015).

Mandat banku centralnego: W *Ustawie o Banku Chorwacji*⁴⁰ stwierdza się, że nadrzędnym celem Banku Chorwacji jest zapewnienie stabilności cen (art. 3)⁴¹. Obecnie Bank Chorwacji nie posiada celu drugorzędowego, chociaż poprzednia wersja *Ustawy* zawierała zapis o wspieraniu polityki gospodarczej rządu, bez uszczerbku dla osiągnięcia celu nadrzędnego.

Reżim walutowy: Strategia kontroli kursu walutowego zakłada częściową stabilizację kursu walutowego, poprzez okazjonalne interwencje na rynku walutowym⁴². W lipcu 2020 r. Chorwacja przystąpiła do mechanizmu ERM II, w ramach którego kurs kuny może fluktuować w granicach przedziału odchyień

³⁸ Udział kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem wyniósł w styczniu 2021 r. ok. 52% tj. najwięcej spośród gospodarek UE spoza strefy euro, a jeszcze dziesięć lat wcześniej kształtował się na poziomie ok. 73%.

³⁹ W 2021 r. ok. 52% wartości eksportu trafiło na rynek europejskiej unii walutowej, natomiast prawie 58% wartości importu stanowiły towary pochodzące z gospodarek strefy euro.

⁴⁰ *Act on the Croatian National Bank*, chorwacki dziennik urzędowy *Official Gazette* 75/2008, 54/2013, 47/2020.

⁴¹ „*The objective of the Croatian National Bank shall be to maintain price stability.*” (art. 3 *Ustawy o Banku Chorwacji*).

⁴² Międzynarodowy Fundusz Walutowy określa reżim walutowy Chorwacji mianem stabilizowanego kursu (ang. *stabilised arrangement*), z kolei HNB posługuje się określeniem sterowany kurs płynny (ang. *managed floating*).

wynoszącego $\pm 15\%$ od kursu centralnego względem euro równego EUR = 7,53450 HRK.

Poprzez zapewnianie stabilności kursu walutowego, Bank Chorwacji w sposób pośredni zapewnia stabilność cen oraz oddziałuje w kierunku stabilności systemu finansowego, w którego strukturze jest wysoki udział aktywów denominowanych w euro.

Niezależność banku centralnego: Niezależność Banku Chorwacji jest sprecyzowana w *Ustawie o Banku Chorwacji* i odnosi się głównie do niezależności operacyjnej, która zakłada autonomię w wykonywaniu mandatu oraz osiąganiu celu banku centralnego (art. 2(2))⁴³, jak również do niezależności w definiowaniu i implementowaniu polityki pieniężnej i kursowej (art. 4)⁴⁴.

Ramy operacyjne: Polityka pieniężna Banku Chorwacji jest realizowana z wykorzystaniem operacji otwartego rynku polegających na skupie lub sprzedaży walut obcych, a także papierów wartościowych. Operacje otwartego rynku są przeprowadzane w celu zapewnienia stabilności kursu walutowego, zarządzania płynnością systemu bankowego oraz wpływania na kształtowanie się stóp procentowych rynku pieniężnego. Kolejnymi instrumentami, które również wpływają na płynność sektora bankowego są stopa rezerwy obowiązkowej oraz operacje depozytowo-kredytowe.

Aby zapewnić płynność sektora bankowego w walutach obcych (przede wszystkim w euro) jednym z instrumentów polityki pieniężnej Banku jest minimalna stopa krótkoterminowych należności w walutach obcych. Stopa jest ustalona na poziomie 17%, co zobowiązuje banki do posiadania płynnych należności (tj. o zapadalności do

⁴³ "The Croatian National Bank shall be autonomous and independent in achieving its objective and carrying out its tasks." (art. 2(2) *Ustawy o Banku Chorwacji*).

⁴⁴ "The Croatian National Bank shall be autonomous and independent within the Constitution and law in performing the entire operations within its competence, particularly: the definition and implementation of the monetary and foreign exchange policies; (...)" (art. 4 *Ustawy o Banku Chorwacji*).

3 miesięcy) w wysokości 17% wartości wszystkich zobowiązań denominowanych w walutach obcych..

Od marca 2020 r. do instrumentarium polityki pieniężnej należy również skup obligacji rządowych, który został uruchomiony w odpowiedzi na pandemię Covid-19 w celu ustabilizowania sytuacji na rynku obligacji (HNB, 2020)⁴⁵.

⁴⁵ Ze względu na niski poziom rozwoju sektora finansowego w programie – oprócz banków – mogą brać udział także fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz firmy ubezpieczeniowe.

1.4 Czechy

Perspektywa historyczna

Podobnie jak w wielu innych postkomunistycznych krajach Inicjatywy Trójmorza, również w Czechach (wówczas będących częścią Czechosłowacji) na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX w. rozpoczęła się transformacja ekonomiczno-ustrojowa, której towarzyszyła podwyższona inflacja. Po rozpadzie Czechosłowacji w maju 1993 r.

Wykres 1.6 Inflacja CPI w Czechach w ujęciu r/r (%)



Źródło: dane BIS

Bank Czech (ang. *Czech National Bank*, CNB) zmagał się z inflacją prowadząc eklektyczną politykę pieniężną łączącą kontrolę kursu walutowego i kontrolę podaży pieniądza (Holub, 2021). Strategia ta doprowadziła do stopniowej dezinflacji, chociaż dynamika cen w latach 1994–1996 utrzymywała się w okolicach 10%. W pierwszej poł. 1997 r. pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych wraz z negatywną oceną sytuacji gospodarczej w Czechach doprowadziły do kryzysu walutowego, wskutek którego upłynniono kurs korony czeskiej (Grostal i in., 2015). Brak kotwicy nominalnej w postaci kursu walutowego oraz ewentualna deprecjacja korony zwiększały jednak ryzyko silnego wzrostu inflacji. **W tych warunkach CNB w grudniu 1997 r. – jako pierwszy spośród banków centralnych postkomunistycznych gospodarek – ogłosił, że już od następnego roku będzie stosował strategię celu inflacyjnego.**

Początkowo cel inflacyjny został określony w odniesieniu do wskaźnika tzw. inflacji netto⁴⁶, który nie obejmował zmian cen regulowanych oraz wpływu podatków pośrednich i subsydiów na pozostałe ceny (Jonas i Mishkin, 2003). Wybór takiego wskaźnika był wówczas uzasadniony przez brak sprecyzowanego planu dotyczącego procesu deregulacji cen oraz zmian podatków pośrednich, co podwyższało niepewność związaną z procesami inflacyjnymi (CNB, 2000).

Pod koniec 1998 r. strategia została zmodyfikowana o listę tzw. wyjątków (ang. *escape clauses*), czyli czynników, które mogą prowadzić do tymczasowego odchylenia inflacji od celu, ale niewymagających dostosowania polityki pieniężnej, gdyż mogłoby to doprowadzić do niepożądanych wahań aktywności gospodarczej oraz zatrudnienia (CNB, 2001)⁴⁷.

Przez kolejną dekadę Bank Czech kilkakrotnie dokonywał zmian definicji celu inflacyjnego, które obejmowały przejście ze wskaźnika inflacji netto na inflację CPI, modyfikację poziomu celów przedziałowych, przejście na cel punktowy z przedziałem odchyień, czy obniżenie celu. **Ostatecznie w marcu 2007 r. ogłoszono, że od początku 2010 r. cel inflacyjny Banku Czech będzie ustalony na poziomie 2% ±1 pkt proc.** (CNB, 2007).

Mandat banku centralnego: Zgodnie z art. 98(1) *Konstytucji Republiki Czeskiej* a także art. 2(1) *Ustawy o Banku Czech*⁴⁸ głównym celem Banku jest zapewnienie stabilności cen⁴⁹. *Ustawa* wskazuje ponadto, że Bank Czech powinien działać na rzecz stabilności finansowej oraz bezpiecznego i sprawnego funkcjonowania systemu finansowego w Czechach. Ponadto – bez uszczerbku dla podstawowego celu – Bank powinien

⁴⁶ Na koniec 1997 r. wskaźnik inflacji netto obejmował ok. 80% koszyka CPI (Jonas i Mishkin, 2003).

⁴⁷ Czynniki te obejmują: znaczące wahania cen surowców; odchylenia kursu korony niewynikające z krajowych fundamentów gospodarczych ani polityki pieniężnej; znaczące zmiany warunków dla produkcji rolnej; katastrofy naturalne; zmiany cen regulowanych, których wpływ na inflację przekracza 1-1,5 pkt proc.; zmiany w podatkach pośrednich (CNB, 2001).

⁴⁸ *The Constitution of the Czech Republic No. 1/1993 Coll. z 16 grudnia 1992 z późn. zm.; Act No. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank z późn. zm.*

⁴⁹ *"The Czech National Bank shall be the state central bank. Its primary purpose shall be to maintain price stability; interventions into its affairs shall be permissible only on the basis of statute."* (art. 2(1) *Ustawy o Banku Czech*).

wspierać politykę gospodarczą rządu prowadzącą do zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz politykę gospodarczą Unii Europejskiej⁵⁰.

Stabilność cen definiuje ciągły cel inflacyjny określony względem wskaźnika CPI, który wynosi 2% ± 1 pkt proc. w średnim okresie i ustalany jest przez bank centralny wspólnie z rządem.

Determinanty przyjęcia strategii: Za przyjęciem strategii celu inflacyjnego w 1998 r. przemawiały przede wszystkim trzy argumenty (Hrncir i Smidkova, 2004). Po pierwsze, wobec niewystarczającej skuteczności poprzedniej, eklektycznej strategii w osiągnięciu trwałej dezinflacji, nowa strategia była niezbędna, aby zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne. Po drugie, wraz z liberalizacją przepływów kapitałowych i rozwojem rynku finansowego cele pośrednie dla kursu walutowego oraz dynamiki agregatów pieniężnych okazywały się być coraz bardziej niespójne z długookresowym celem inflacyjnym. Po trzecie, forma strategii celu inflacyjnego przyjęta przez CNB obejmująca wskaźnik tzw. inflacji netto pozwoliła na rozróżnienia przejściowych szoków cenowych wynikających z deregulacji cen od rynkowej presji inflacyjnej.

W dokumencie strategicznym Banku Czech opublikowanym w kwietniu 1999 r. argumentowano, że strategia celu inflacyjnego stwarza warunki do minimalizacji kosztów związanych z utrzymaniem stabilności cen. Wśród zalet strategii wymieniono również szeroki zakres kryteriów, w oparciu o które podejmowane są decyzje dotyczące polityki pieniężnej, transparentność, wykorzystanie pełnego zestawu mierników inflacji oraz oddziaływanie na oczekiwania inflacyjne poprzez stopniowe obniżanie celów inflacyjnych (CNB, 1999).

⁵⁰ "The primary objective of the Czech National Bank shall be to maintain price stability. In addition, the Czech National Bank shall work to ensure financial stability and the safe and sound operation of the financial system in the Czech Republic. Without prejudice to its primary objective, the Czech National Bank shall support the general economic policies of the Government leading to sustainable economic growth and the general economic policies in the European Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the European Union. The Czech National Bank shall act in accordance with the principle of an open market economy." (art. 2(1) Ustawy o Banku Czech).

Reżim walutowy: Kurs korony czeskiej został upłynniony w 1997 r. na skutek kryzysu walutowego. Pod koniec 2013 r. – wobec prognoz wskazujących na ryzyko deflacji oraz braku możliwości poluzowania warunków monetarnych poprzez obniżkę stóp procentowych (główna stopa była wówczas na poziomie 0,05%), – CNB zdecydował się wprowadzić asymetryczny cel kursowy, tj. dolne ograniczenie dla kursu korony na poziomie 27 EUR/CZK (CNB, 2013), co było równoznaczne z ok. 5-procentową deprecjacją waluty krajowej (Grostal i in., 2015). Osłabienie kursu poprzez interwencje walutowe banku centralnego miało przełożyć się na wzrost cen importu, a tym samym inflacji. W kwietniu 2017 r. – wobec powrotu inflacji do celu oraz perspektyw jej stabilizacji w pobliżu celu w przyszłości – Bank Czech zrezygnował z asymetrycznego zobowiązania kursowego (CNB, 2017), a kurs korony ponownie stał się płynny.

Niezależność banku centralnego: Niezależność CNB w zakresie podejmowania decyzji i udzielania finansowania organom rządowym jest formalnie zapisana w *Ustawie o Banku Czech*. Po pierwsze, Bank Czech nie może przyjmować poleceń od jakichkolwiek innych organów (art. 9(1)), choć zgodnie z art. 11 (1) *Ustawy* Minister Finansów lub inny wskazany przedstawiciel rządu może uczestniczyć w posiedzeniach Zarządu Banku Czech w charakterze doradczym oraz może zgłaszać wnioski pod dyskusję (por. rozdz. 3.2 *Proces decyzyjny*). Po drugie, Bank Czech nie może udzielać żadnego finansowania dłużnego rządowi, samorządom ani instytucjom europejskim oraz nabywać ich instrumentów dłużnych na rynku pierwotnym (art. 34a(1)).

Niezależność Banku Czech jest też określona w Konstytucji Republiki Czeskiej, której art. 98(1) stanowi, że interwencje w sprawy Banku Czech mogą być dokonywane jedynie na podstawie ustawy.

Ramy operacyjne: Bank Czech steruje stopami procentowymi w gospodarce za pomocą operacji otwartego rynku, wśród których wskazuje aukcje repo o zapadalności dwóch tygodni jako główny instrument polityki pieniężnej. Bank

prowadzi także operacje depozytowo-kredytowe i ustala wymogi w zakresie rezerwy obowiązkowej.

W ramach swoich instrumentów Bank oferuje także operacje repo dostarczające płynności, które wykorzystywane były w większym zakresie i z większą częstotliwością w czasie globalnego kryzysu finansowego oraz w początkowej fazie pandemii Covid-19. Ich celem jest bowiem wspieranie funkcjonowania rynku obligacji rządowych.

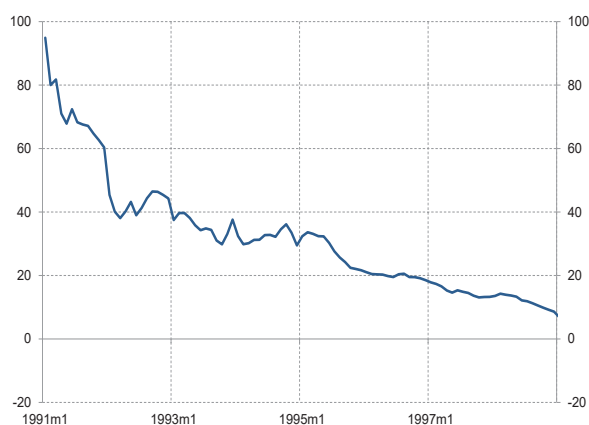
Instrumentarium CNB obejmuje również interwencje walutowe, które nie są jednak używane standardowo, ale stanowiły istotne narzędzie w okresie obowiązywania asymetrycznego zobowiązania kursowego.

1.5 Polska

Perspektywa historyczna

Na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX w., czyli w początkowej fazie transformacji gospodarczo-ustrojowej, gospodarka polska zmagająca się z hiperinflacją (w I kw. 1990 r. średnia inflacja w ujęciu rocznym przekraczała 1200%⁵¹). Narodowy Bank Polski (NBP) dążył wówczas do obniżenia inflacji realizując eklektyczną strategię polityki pieniężnej łączącą kontrolę kursu walutowego z kontrolą podaży pieniądza.

Wykres 1.7 Inflacja CPI w Polsce w ujęciu r/r (%) (styczeń 1991 r. – grudzień 1998 r.)



Źródło: dane GUS

Wykres 1.8 Inflacja CPI w Polsce w ujęciu r/r (%) (od stycznia 1999 r.)



Źródło: dane GUS

Początkowo kurs złotego był usztywniony względem dolara amerykańskiego, a następnie względem koszyka walut, którego struktura odzwierciedlała strukturę wymiany handlowej Polski. W październiku 1991 r. wprowadzono system pełzającego kursu, który miał wspierać konkurencyjność polskiej gospodarki, co w przypadku sztywnego kursu było utrudnione ze względu na realną aprecjację (Ebrill i in., 1994). Silny wzrost napływu kapitału do Polski w poł. dekady utrudniał utrzymanie pełzającej dewaluacji, wobec czego dokonano pewnego poluzowania

⁵¹ Dane BIS.

reżimu kursowego poprzez dodanie dopuszczalnego przedziału odchyłeń kursu względem parytetu centralnego (Grostal i in., 2016).

Kontrola kursu walutowego stanowiła ważny element strategii dezinflacyjnej, dzięki której udało się obniżyć inflację do blisko 10% w 1997 r. (Wykres 1.7). W 1998 r. weszła w życie nowa Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, która m.in. wzmocniła niezależność banku centralnego i ustanowiła Radę Polityki Pieniężnej (zwaną dalej Radą). Nowo ustanowiona Rada uznała, że pogłębiająca się integracja gospodarki polskiej z gospodarką światową oraz konieczność przełamania oczekiwań inflacyjnych, które stanowiły główną barierę dla dalszego procesu dezinflacji, uwiaryściły potrzebę zastąpienia dotychczasowej eklektycznej strategii polityki pieniężnej przez strategię celu inflacyjnego (RPP, 1998).

Strategia celu inflacyjnego zaczęła obowiązywać od początku 1999 r., a cel dla wskaźnika inflacji CPI na pierwszy rok ustalono w przedziale 8%-8,5%. Jednocześnie średniookresowy cel Rady stanowiło obniżenie inflacji poniżej 4% do 2003 r., co miało nastąpić poprzez stopniową dezinflację. Cel inflacyjny na koniec 2000 r. był ustalony w przedziale 5,4% - 6,8%, na koniec 2001 r. w przedziale 6,0%-8,0%, a na koniec 2002 r. na poziomie 5%. Cele roczne miały w tym okresie wyznaczać stopniowo obniżającą się ścieżkę dezinflacji. Polityka pieniężna była prowadzona w warunkach stopniowego zwiększania płynności kursu złotego, aż do jego pełnego upłynnienia w kwietniu 2000 r.

Obniżenie inflacji do niskiego poziomu (Wykres 1.8) stworzyło podstawy do przeformułowania celu inflacyjnego, który od tego momentu miał służyć stabilizacji inflacji (RPP, 2003). W związku z tym w 2003 r. **Rada przyjęła Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku ustalając cel inflacyjny na poziomie 2,5% ± 1 pkt proc. w średnim okresie, który obowiązuje od 2004 r.**

Mandat banku centralnego: Zgodnie z art. 227(1) *Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej*⁵² Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza. Art. 3(1) *Ustawy o Narodowym Banku Polskim*⁵³ stanowi, że podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP.

Rada dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię celu inflacyjnego. W początkowej fazie realizacji tej strategii, cel inflacyjny określany był co roku na koniec danego roku. Od 2004 r. celem polityki pieniężnej jest utrzymanie inflacji – rozumianej jako procentowa roczna zmiana indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych – na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 pkt proc. w średnim okresie (RPP, 2021). Cel inflacyjny ustalany jest przez Radę.

Determinanty przyjęcia strategii: Rada Polityki Pieniężnej ogłaszając w 1998 r. przejście do strategii celu inflacyjnego (wówczas zwanej strategią bezpośredniego celu inflacyjnego) uzasadniała ten wybór ułomnościami dotychczasowej eklektycznej strategii, których minimalizację umożliwił nowy reżim monetarny (RPP, 1998).

Wśród zalet nowej strategii wskazywano na jasno określony i powszechnie zrozumiały cel inflacyjny w przeciwieństwie do dwóch celów pośrednich dla kursu walutowego i przyrostu podaży pieniądza, których pełna realizacja nie była możliwa.

Strategia celu inflacyjnego umożliwia także publiczną weryfikację skuteczności działań banku centralnego, zwiększając jego wiarygodność, co z kolei pozwalało na przełamywanie oczekiwań inflacyjnych przy względnie niskim koszcie.

⁵² Dz. U. z 1997 r. poz. 483, z późn. zm.

⁵³ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2019 r. poz. 1810 oraz z 2020 r. poz. 568).

Kluczową zaletą strategii jest także jej elastyczność zarówno w zakresie doboru instrumentów jak i dostosowania reakcji banku centralnego do rodzaju szoku.

Reżim walutowy: Strategia celu inflacyjnego jest realizowana w warunkach płynnego kursu walutowego (RPP, 2021). Reżim płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to uzasadnione przez warunki rynkowe lub sprzyja zapewnieniu stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju.

Niezależność banku centralnego: Zgodnie z art. 227(1) *Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej* Narodowemu Bankowi Polskiemu przysługuje wyłączne prawo ustalania i realizowania polityki pieniężnej. Zakaz monetyzacji długu publicznego jest z kolei zawarty w art. 220(1) *Konstytucji*, który stwierdza, że ustawa budżetowa nie może przewidywać pokrywania deficytu budżetowego przez zaciąganie zobowiązania w centralnym banku państwa.

Ramy operacyjne: Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej NBP są stopy procentowe (RPP, 2021). Główną stopą procentową jest stopa referencyjna NBP, która określa rentowność operacji otwartego rynku, za pomocą których bank centralny kształtuje warunki płynnościowe w sektorze bankowym. Aby ograniczyć zmienność krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, NBP może stosować operacje dostrajające. Z kolei operacje strukturalne mogą być przeprowadzane w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym, zapewnienia płynności rynku wtórnego skarbowych papierów wartościowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa, a także wzmocnienia mechanizmu transmisji monetarnej.

NBP w ramach prowadzonej polityki pieniężnej wykorzystuje też system rezerwy obowiązkowej, operacje depozytowo-kredytowe oprocentowane odpowiednio stopą depozytową i lombardową, a także może oferować kredyt wekslowy i swapy walutowe oraz stosować interwencje walutowe.

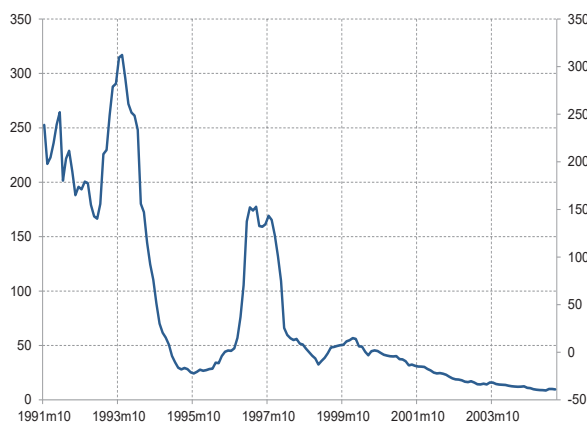
W celu złagodzenia negatywnych skutków pandemii Covid-19, w marcu 2020 r. NBP po raz pierwszy rozpoczął skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Ponadto NBP zaoferował bankom możliwości pozyskania środków w ramach kredytu wekslowego.

1.6 Rumunia

Perspektywa historyczna

W początkowym okresie transformacji ustrojowej inflacja w Rumunii sięgała nawet kilkuset procent w ujęciu rocznym (Wykres 1.9). Narodowy Bank Rumunii (ang. *National Bank of Romania*, NBR) prowadził wówczas politykę pieniężną poprzez eklektyczną strategię obejmującą różne cele (m.in. cel dla kursu walutowego oraz poziomu aktywów rezerwowych), które niekiedy były ze sobą sprzeczne, a ich osiągnięcie naruszane na rzecz realizacji przez Bank quasi-fiskalnej polityki (MFW, 2001b)⁵⁴. Wyrażna dezinflacja od końca 1993 r. do poł. 1995 r. stanowiła bardzo nietrwałe i kosztowne osiągnięcie bazujące na wzroście deficytu i zadłużenia oraz kontroli cen, które z kolei doprowadziły do spiętrzenia nierównowag w gospodarce (MFW, 2000). W konsekwencji wraz z liberalizacją gospodarki w 1997 r. inflacja ponownie znacząco wzrosła.

Wykres 1.9 Inflacja CPI w Rumunii w ujęciu r/r (%) (październik 1991 r. – czerwiec 2005 r.)



Źródło: dane BIS

Wykres 1.10 Inflacja CPI w Rumunii w ujęciu r/r (%) (od lipca 2005* r.)



Źródło: dane BIS

*W lipcu 2005 r. w Rumunii zaczęła obowiązywać strategia celu inflacyjnego.

W kolejnych latach Bank Rumunii nadal prowadził dość eklektyczną strategię, opierającą się na kontroli kursu walutowego i obejmującą cele dla agregatów

⁵⁴ Bank Rumunii udzielał bezpośrednich kredytów dla sektora rolniczego oraz przedsiębiorstw państwowych, a także utrzymywał przewartościowany kurs leja, aby zapobiec wzrostowi cen energii (MFW, 2001b).

pieniężnych. Inflacja obniżała się, choć wciąż była relatywnie wysoka. Ze względu na konieczność dalszej dezinflacji przy słabnącym związku pomiędzy agregatami monetarnymi a inflacją, kontynuacja eklektycznej strategii była problematyczna (Popa, 2006). Bank Rumunii oceniał, że bardziej odpowiednim reżimem monetarnym będzie strategia celu inflacyjnego (MFW, 2004) i choć oficjalnie strategia ta została przyjęta w 2005 r., to polityka pieniężna NBR już wcześniej zawierała kluczowe jej elementy – w tym cel inflacyjny⁵⁵. **W czerwcu 2004 r. uchwalono Ustawę o Narodowym Banku Rumunii⁵⁶, która wzmocniła niezależność Banku, ułatwiając przyjęcie nowego reżimu monetarnego, co nastąpiło rok później poprzez oficjalne ogłoszenie strategii celu inflacyjnego. Początkowo cel inflacyjny został ustalony na poziomie 7,5%± 1 pkt proc., a w kolejnych latach był dość systematycznie obniżany i od 2013 r. wynosi 2,5% ± 1 pkt proc.**

Determinanty przyjęcia strategii: Decyzja z 2005 r. o zmianie reżimu monetarnego i przyjęciu strategii celu inflacyjnego była uzasadniona przez doświadczenia Banku Rumunii w stosowaniu strategii opierającej się na celach w zakresie kursu walutowego oraz agregatów monetarnych. Pomimo osiągniętej dezinflacji, dynamika cen w gospodarce Rumunii utrzymywała się na dwucyfrowym poziomie, który nie był zgodny z koncepcją stabilności cen (Popa i in., 2004). Co więcej, dalsze prowadzenie polityki pieniężnej w oparciu o kontrolę kursu walutowego było ryzykowne wobec aprecjacyjnego trendu leja wynikającego z procesu konwergencji gospodarki rumuńskiej oraz wobec dążenia do zwiększenia mobilności kapitału. Wśród zalet strategii celu inflacyjnego wskazywano natomiast wymóg zwiększenia transparentności banku centralnego, lepsze zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych oraz zapewnienie wyższej odporności gospodarki na szoki (Popa, 2006).

⁵⁵W styczniu 2001 r. stopa dyskontowa została zastąpiona stopą referencyjną, odzwierciedlającą warunki na rynku międzybankowym, a decyzje o jej poziomie były regularnie ogłaszane (NBR, 2002). Od października 2001 r. w komunikatach banku odnoszono się do celu inflacyjnego. Od 2002 r. publikowano *Raport o inflacji* (ang. *Inflation Report*), choć jedynie w częstotliwości półrocznej.

⁵⁶ *Ustawa nr 312 z 28 czerwca 2004 r. o Statucie Narodowego Banku Rumunii*, ang. *Law on the Statute of the National Bank of Romania*, w rozdziale określana jako *Ustawa o Narodowym Banku Rumunii*.

W tym kontekście izba walutowa, która stanowiła jedną z rozważanych alternatyw, została wykluczona ze względu na brak możliwości reakcji polityki pieniężnej na asymetryczne szoki, sprzeczność z dążeniem do liberalizacji przepływów kapitałowych oraz wolniejsze niż w strategii celu inflacyjnego tempo dezinflacji (Popa, 2006).

Nie bez znaczenia dla wyboru strategii były również pozytywne doświadczenia innych krajów regionu ze stosowaniem strategii celu inflacyjnego, w szczególności Czech, Polski i Węgier, które kilka lat wcześniej przyjęły tę strategię.

Mandat banku centralnego: Zgodnie z art. 2 *Ustawy o Narodowym Banku Rumunii*, głównym celem Banku jest zapewnienie i utrzymanie stabilności cen. O ile nie przeszkadza to w realizacji głównego celu, NBR powinien także wspierać politykę gospodarczą państwa⁵⁷.

W początkowej fazie realizacji strategii celu inflacyjnego, cel inflacyjny określany był co roku w horyzoncie dwuletnim. Od 2013 r. obowiązuje cel ciągły na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem odchyień ± 1 pkt proc., który jest zdefiniowany w odniesieniu do inflacji CPI w średnim okresie. Definicja i poziom celu są ustalane przez NBR wraz z rządem.

Reżim walutowy: W odróżnieniu od innych analizowanych państw stosujących strategię celu inflacyjnego, kurs rumuńskiego leja nie jest zdefiniowany jako zupełnie płynny. Bank Rumunii określa swój reżim kursowy jako sterowany kurs płynny (ang. *managed float*), z kolei zgodnie z klasyfikacją MFW jest to kurs stabilizowany (ang. *stabilised arrangement*).

Niezależność banku centralnego: Art. 1 *Ustawy o Narodowym Banku Rumunii* stanowi, że Bank jest niezależną instytucją publiczną. *Ustawa* zabrania skupu na

⁵⁷ *The primary objective of the National Bank of Romania shall be to ensure and maintain price stability. (...) Without prejudice to its primary objective of ensuring and maintaining price stability, the National Bank of Romania shall support the general economic policy of the State. (art. 2 Ustawy o Narodowym Banku Rumunii).*

rynku pierwotnym instrumentów dłużnych skarbu państwa, a także tych emitowanych przez władze publiczne na poziomie rządowym i samorządowym oraz emitowanych przez przedsiębiorstwa, których większościowym właścicielem jest państwo (art. 6). Zgodnie z *Ustawą*, NBR ustala i implementuje politykę kursową oraz politykę pieniężną (art. 2).

Ramy operacyjne: Bank Rumunii prowadzi politykę pieniężną z wykorzystaniem stóp procentowych, w tym przede wszystkim głównej stopy procentowej (ang. *policy rate*). Do najważniejszych instrumentów polityki pieniężnej Bank Rumunii zalicza operacje otwartego rynku, za pomocą których steruje stopami procentowymi i płynnością na rynku międzybankowym oraz sygnalizuje nastawienie w polityce pieniężnej. Pozostałe instrumenty obejmują operacje depozytowo-kredytowe oprocentowane odpowiednio stopą depozytową i kredytową, ustalany razem z główną stopą procentową.

Do narzędzi polityki pieniężnej należą wymogi w zakresie rezerwy obowiązkowej, które są ustalane oddzielnie dla środków denominowanych w walucie krajowej oraz środków w walutach obcych.

W zakresie tzw. niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej, w marcu 2020 r. Bank Rumunii podjął decyzję o rozpoczęciu programu skupu rządowych papierów wartościowych denominowanych w walucie krajowej na rynku wtórnym, w celu konsolidacji płynności w systemie bankowym, aby wspierać finansowanie gospodarki realnej i sektora publicznego (NBR, 2020).

1.7 Węgry

Perspektywa historyczna

Na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX w. Węgry rozpoczęły proces postkomunistycznej transformacji z gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej. W początkowym okresie proces liberalizacji gospodarki

Wykres 1.11 Inflacja CPI na Węgrzech w ujęciu r/r (%)



Źródło: dane BIS

doprowadził do znaczącego wzrostu dynamiki cen towarów i usług – w poł. 1991 r. inflacja sięgała prawie 40% r/r (Surányi i Vincze, 1998). W tym okresie Bank Węgier (węg. *Magyar Nemzeti Bank*, MNB) dążył do zapewnienia stabilności cen poprzez cel kursowy (ang. *adjustable peg*) i krótkookresowo doprowadził do wyraźnego obniżenia inflacji.

Pogorszenie się salda fiskalnego oraz salda bilansu płatniczego, które wymagały zacieśnienia polityki fiskalnej (poprzez m.in. podwyżki podatków i dostosowanie cen energii) oraz dewaluacji kursu przyczyniły się do przyspieszenia inflacji odnotowanego w I poł. lat dziewięćdziesiątych (Surányi i Vincze, 1997; Wykres 1.11). W konsekwencji w 1995 r. Bank Węgier wprowadził system pełzającego kursu walutowego (ang. *crawling peg*) z przedziałem wahań $\pm 2,25\%$, który miał stanowić kompromis pomiędzy odbudową wiarygodności Banku Węgier (uwarunkowaną jego skutecznością w obniżeniu inflacji), a zapewnieniem konkurencyjności gospodarki (Zoican, 2009). Pomimo że do 1998 r. inflacja stopniowo, choć znacząco spadła, to w kolejnych latach proces dezinflacji wyraźnie spowolnił a dynamika cen towarów i usług kształtowała się na podwyższonym poziomie, zbliżonym do 10%.

Wobec braku skuteczności dotychczasowej strategii w dalszym obniżaniu inflacji, **w 2001 r. Bank Węgier rozpoczął prowadzenie polityki pieniężnej w oparciu o strategię celu inflacyjnego, która do 2008 r. obejmowała równoczesny cel kursowy.** Początkowo cel inflacyjny został ustalony na poziomie 7% (i do 2006 r. był ustalany na okres jednego roku), natomiast kurs forinta mógł fluktuować wokół centralnego parytetu względem euro w ramach dopuszczalnego pasma wahań wynoszącego $\pm 15\%$. Niestandardowa forma strategii okazała się skuteczna w obniżaniu inflacji jedynie w krótkim okresie, co negatywnie wpłynęło na wiarygodność Banku Węgier (Ciżkowicz-Pękała i in., 2019).

Aby podkreślić determinację do zapewnienia stabilności cen, **w czerwcu 2005 r. zatwierdzono ciągły cel inflacyjny na poziomie 3%, który miał obowiązywać od 2007 r. Z kolei w lutym 2008 r. zrezygnowano z równoległego celu kursowego,** chociaż kształtowanie się kursu forinta miało wciąż znacząco wpływać na decyzje w zakresie polityki pieniężnej, ze względu na wysoki poziom zadłużenia zagranicznego, w tym kredytów denominowanych w walutach obcych gospodarstw domowych (Ciżkowicz-Pękała i in., 2019). **W 2015 r. Bank Węgier zdecydował o dodaniu do definicji celu inflacyjnego dopuszczalnego przedziału wahań o szerokości ± 1 pkt proc., w celu zwiększenia elastyczności strategii polityki pieniężnej (MNB, 2015).**

Determinanty przyjęcia strategii: Główną motywacją do przyjęcia strategii celu inflacyjnego w 2001 r. była konieczność obniżenia i ustabilizowania inflacji na umiarkowanym poziomie, wobec niskiej skuteczności w tym zakresie strategii opierających się na kontroli kursu walutowego. Zasadność przyjęcia niestandardowej formy strategii celu inflacyjnego była związana ze względnie silnym oddziaływaniem kursu forinta na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych. Poprzez zmianę strategii polityki pieniężnej bank centralny dążył również do spełnienia kryterium z Maastricht dotyczącego stabilności cen, zgodnie z deklarowaną wówczas chęcią przystąpienia do strefy euro w latach 2006-2007 (MNB

2001a, MNB 2001b). W uzasadnieniu rezygnacji ze zobowiązania kursowego w 2008 r. pojawiło się stwierdzenie, że w przypadku strategii celu inflacyjnego, ograniczanie wahań kursu walutowego nie oddziałuje korzystnie na zakotwiczenie długookresowych oczekiwań inflacyjnych (MNB, 2008).

Mandat banku centralnego: Zgodnie z *Ustawą o Banku Węgier*⁵⁸ nadrzędnym celem Banku jest zapewnienie stabilności cen⁵⁹ (art. 3(1)). Jednocześnie Bank powinien wspierać stabilność systemu finansowego, jego odporność i przyczynianie się do zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Ponadto MNB powinien wspierać politykę gospodarczą i pozostałe polityki rządu odnoszące się do zrównoważenia środowiskowego, wykorzystując dostępne instrumenty⁶⁰ (art. 3(2)).

Stabilność cen definiuje ciągły cel inflacyjny określony względem wskaźnika CPI, który wynosi $3\% \pm 1$ pkt proc. w średnim okresie i ustalany jest przez bank centralny wspólnie z rządem.

Reżim walutowy: Od lutego 2008 r. Bank Węgier określa reżim walutowy jako płynny. Jednocześnie prowadzenie sporadycznych interwencji walutowych nie jest wykluczone.

Niezależność banku centralnego: Art. 1.2 *Ustawy o Banku Węgier* zapewnia członkom organów Banku niezależność w wypełnianiu swoich obowiązków i zakazuje rządowi oraz innym organom UE (z wyjątkiem Europejskiego Banku Centralnego) wpływania na działalność Banku Węgier⁶¹.

⁵⁸ Act CXXXIX of 2013 on the Magyar Nemzeti Bank.

⁵⁹ "The primary objective of the MNB shall be to achieve and maintain price stability." (art. 3(1) *Ustawy o Banku Węgier*).

⁶⁰ "Without prejudice to its primary objective, the MNB shall support the maintenance of the stability of the system of financial intermediation, the enhancement of its resilience, its sustainable contribution to economic growth; furthermore, the MNB shall support the government's economic policy and its policy related to environmental sustainability, using instruments at its disposal." (art. 3(2) *Ustawy o Banku Węgier*).

⁶¹ "The MNB, and the members of its bodies shall be independent in carrying out their task and meeting their obligations conferred upon them by this Act, and shall neither seek nor take instructions from the government, or from the institutions, bodies and offices of the European Union, with the exception of the European Central Bank (hereinafter referred to as 'ECB') and the instances described in paragraph (3) below, or from the governments of Member States or any other organisation or political party. The government as well as all other organisation shall adhere to this principle and shall not attempt to influence the MNB and the members of its bodies in the course of the performance of their tasks." (art. 1.2 *Ustawy o Banku Węgier*).

Ponadto zgodnie z art. 17 *Ustawy*, Bank powinien być niezależny w definiowaniu polityki pieniężnej oraz jej instrumentów⁶².

Ramy operacyjne: MNB prowadzi politykę pieniężną z wykorzystaniem przede wszystkim stóp procentowych. Pozostałe instrumenty zdefiniowane w *Ustawie* (art. 18) obejmują m.in. operacje depozytowo-kredytowe, operacje otwartego rynku, emisję papierów wartościowych oraz ustalanie reguł dotyczących rezerwy obowiązkowej.

Oprócz stosowania standardowych instrumentów polityki pieniężnej Bank Węgier był w ostatniej dekadzie jednym z najbardziej aktywnych banków w regionie wykorzystujących tzw. niekonwencjonalne narzędzia. Wykorzystanie tych instrumentów było uzasadniane ograniczonym oddziaływaniem standardowych instrumentów, w warunkach wysokiego poziomu zadłużenia w gospodarce węgierskiej, którego znaczna część była denominowana w walutach obcych. Pierwszym niekonwencjonalnym narzędziem zastosowanym przez Bank Węgier w 2010 r. był skup listów zastawnych, którego celem był rozwój rynku kredytów udzielanych w forincie oraz rynku listów zastawnych⁶³ (MNB, 2010), co docelowo miało przyczynić się do wzrostu akcji kredytowej i obniżenia oprocentowania kredytów. Do pozostałych niekonwencjonalnych instrumentów stosowanych dotychczas przez Bank należą m.in. program wsparcia akcji kredytowej *Funding for Growth Scheme*, swapy stopy procentowej oraz – uruchomiony w odpowiedzi na pandemię Covid-19 – skup rządowych papierów wartościowych na rynku wtórnym.

⁶² "Within the framework provided for by this Act, the MNB shall independently define monetary policy and the instruments for implementing such policy." (art. 17 *Ustawy o Banku Węgier*).

⁶³ "The objective of the programme is to eliminate the barriers to the autonomous development of the mortgage bond market and thereby to enhance financial stability and the efficiency of the monetary transmission mechanism. Under the programme, the Bank will purchase forint mortgage bonds and undertake regulatory initiatives to develop the domestic forint mortgage lending market." (MNB, 2010).

Analiza porównawcza

Niezależnie od stosowanej strategii polityki pieniężnej, mandaty wszystkich analizowanych banków centralnych zobowiązują je do zapewnienia stabilności cen. Ponadto, niemalże wszystkie banki centralne (z wyjątkiem Chorwacji) posiadają także cel podrzędny określony jako wspieranie polityki gospodarczej rządu, a w przypadku Bułgarii polityki gospodarczej UE. Jednocześnie mandat Banku Czech obejmuje także działanie na rzecz stabilności finansowej, podczas gdy Bułgaria definiuje trzeci w hierarchii cel polegający na wspieraniu zrównoważonego i niepowodującego inflacji wzrostu gospodarczego.

EBC oraz banki centralne Czech, Polski, Rumunii i Węgier realizują swoje mandaty z wykorzystaniem strategii celu inflacyjnego. Strategia sztywnej kontroli kursu walutowego w postaci izby walutowej stosowana jest przez Bank Bułgarii, z kolei Bank Chorwacji wykorzystuje bardziej „miękką” formę strategii kontroli kursu walutowego (ang. *soft peg*). W kontekście przyczyn przyjęcia określonego reżimu monetarnego, banki centralne stosujące strategię celu inflacyjnego w głównej mierze podejmowały decyzję o jej przyjęciu wobec negatywnych doświadczeń w stosowaniu alternatywnych strategii lub też wyczerpania się ich potencjału do zapewnienia koniecznej dezinflacji. Jednocześnie EBC początkowo prowadził eklektyczną strategię łączącą elementy kontroli podaży pieniądza, a po *de facto* porzuceniu tych elementów nie określał wprost swojej strategii jako strategii celu inflacyjnego. Pozostałe banki również dokonywały pewnych modyfikacji swoich reżimów monetarnych, w szczególności w początkowym okresie ich obowiązywania. W przypadku Bułgarii i Chorwacji zasadność prowadzenia polityki pieniężnej za pomocą strategii kontroli kursu walutowego wynikała nie tylko z konieczności dezinflacji, ale także z potrzeby szybkiego ustabilizowania sytuacji makroekonomicznej.

Pewne, choć nieznaczne różnice można zaobserwować w definicjach celów inflacyjnych. EBC stanowi jedyny bank, który definiuje swój cel inflacyjny jako punktowy oraz odnoszący się do wskaźnika inflacji HICP, podczas gdy pozostałe

banki posługują się celami punktowymi z dopuszczalnym przedziałem wahań oraz określonymi względem wskaźnika CPI.

Banki centralne stosujące strategię celu inflacyjnego co do zasady prowadzą politykę pieniężną w warunkach płynnego kursu walutowego (nie wykluczając jednak możliwości prowadzenia interwencji walutowych). Jedynie Bank Rumunii wprost określa swój reżim kursowy jako stabilizowany kurs płynny. Z kolei w odniesieniu do strategii kontroli kursu walutowego, reżim kursowy Bułgarii jest znacznie bardziej restrykcyjny niż Chorwacji, gdyż całkowicie eliminuje możliwość podejmowania dyskrecjonalnych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Zakres niezależności określony w aktach prawnych jest dość zbliżony pomiędzy analizowanymi instytucjami niezależnie od realizowanej strategii. Krajowe ustawy gwarantują niezależność w wykonywaniu mandatu, zakazują przyjmowania instrukcji, a także bezpośredniego finansowania rządu. Jednocześnie w przypadku Bułgarii ustawa zakazuje skupu papierów dłużnych emitowanych przez rząd nawet na rynku wtórnym, w przeciwieństwie do pozostałych banków, których znaczna część sięgała po tego rodzaju narzędzie w szczególności w obliczu wybuchu pandemii Covid-19.

Banki centralne stosujące strategię celu inflacyjnego posługują się względnie zbliżonym zakresem standardowych instrumentów, wśród których stopa procentowa stanowi kluczowe narzędzie polityki pieniężnej. Wyższy stopień heterogeniczności widoczny jest w doświadczeniach banków w stosowaniu tzw. niekonwencjonalnych instrumentów. Najwcześniej tego typu instrumenty zaczął stosować Europejski Bank Centralny, z kolei poza strefą euro Bank Węgier. Również Bank Czech przez pewien czas dążył do podwyższenia inflacji poprzez stosowanie asymetrycznego zobowiązania kursowego. Pozostałe banki ograniczały się przede wszystkim do standardowego instrumentarium, jednak w warunkach wybuchu pandemii Covid-19 wszystkie analizowane banki centralne z wyjątkiem Bułgarii i Czech prowadziły skup rządowych papierów wartościowych.

2. Podejmowanie decyzji

Istotną część uwarunkowań instytucjonalnych prowadzenia polityki monetarnej stanowi proces podejmowania decyzji. Proces ten jest uregulowany przepisami prawnymi, które jasno definiują organ odpowiedzialny za podejmowanie decyzji a także sposób jego wyłaniania. W kontekście analizowanych banków centralnych decyzje w zakresie polityki pieniężnej są podejmowane przez ciała kolegialne, takie jak zarząd banku centralnego lub niezależny od zarządu organ, który najczęściej zwany jest radą (ang. *Council*).

Organy decyzyjne mogą różnić się pomiędzy bankami ilością decydentów, w tym decydentów zewnętrznych, tj. ekspertów spoza struktury banku. Wśród zalet organów decyzyjnych obejmujących członków zewnętrznych wymienia się zróżnicowanie poglądów i doświadczenia zawodowego decydentów zapobiegające problemowi tzw. „grupowego myślenia”, tj. dążenia do osiągnięcia porozumienia za wszelką cenę, niekiedy poprzez ignorowanie kontrastujących opinii. Z drugiej strony różnorodność decydentów może zaburzać podejmowanie decyzji, w szczególności w przypadku, gdy organ jest mocno indywidualistyczny, czyli jego członkowie są rozliczani ze swoich decyzji i prezentowanych poglądów. Problem ten może jednak zostać zniwelowany przez jasno zdefiniowane cele banku centralnego.

Proces decyzyjny jest w dużej mierze zależny od charakteru organu decyzyjnego. W przypadku organu o charakterze indywidualistycznym, którego członkowie mogą w miarę swobodnie przekazywać swoje opinie do wiadomości publicznej, decyzje podejmowane są poprzez głosowanie. Z kolei bardziej kolegialne ciała decyzyjne, których członkowie ograniczają wyrażanie swoich indywidualnych opinii do dyskusji za zamkniętymi drzwiami, często podejmują decyzje poprzez dążenie do osiągnięcia konsensusu, za który odpowiadają przed opinią publiczną (Blinder, 2006). Charakter organu będzie zależał od tego czy treść dyskusji w trakcie posiedzenia decyzyjnego oraz wyniki ewentualnych głosowań są udostępniane na

zewnątrz. Praktyka banków centralnych wskazuje, że zakres publikowanych informacji na temat poglądów poszczególnych członków oraz ich decyzji jest zazwyczaj wyższy w przypadku organów indywidualistycznych niż tych bardziej kolegialnych.

W większości analizowanych banków centralnych **posiedzenia decyzyjne są zwoływane** przynajmniej osiem razy w roku, w tym w niektórych bankach raz w miesiącu. Szczególnym przypadkiem jest Bułgaria, gdzie – ze względu na strategię polityki pieniężnej opartą o izbę walutową – nie podejmuje się regularnych i dyskrecjonalnych decyzji w zakresie polityki monetarnej. Z tego też względu Narodowy Bank Bułgarii został wyłączony z analizy porównawczej w zakresie podejmowania decyzji, która została przeprowadzona w niniejszym rozdziale.

2.1 Organ decyzyjny

W większości analizowanych banków centralnych decyzje w zakresie polityki pieniężnej podejmuje organ zwany Radą (strefa euro, Chorwacja⁶⁴, Polska, Węgry), a w pozostałych Zarząd banku (Czechy i Rumunia; Tabela 1). Organy decyzyjne składają się zazwyczaj z 7 do 10 osób, co wskazuje na preferencje w kierunku zróżnicowania opinii i doświadczenia zawodowego decydentów. Dość szczególny przypadek stanowi Rada Zarządzająca Europejskiego Banku Centralnego, do której należy sześciu członków Zarządu EBC oraz dziewiętnastu prezesów narodowych banków centralnych państw strefy euro. Organy decyzyjne Polski, Rumunii i Węgier obejmują członków zewnętrznych, którzy stanowią większość decydentów.

⁶⁴ W przeciwieństwie do pozostałych banków, na których posiedzeniach decyzyjnych ustala się przede wszystkim poziom stóp procentowych, Bank Chorwacji – ze względu na strategię kursu walutowego – podejmuje regularne decyzje w zakresie polityki kursowej, zarządzania rezerwami oraz stóp procentowych: „*The Council of the Croatian National Bank, at its meetings as a rule held once a month, establishes the framework and measures for the monetary and foreign exchange policies and determines the strategy and policy of the management of international reserves of the Republic of Croatia*” (<https://www.hnb.hr/en/about-us/functions-and-structure/council-and-management>).

Tabela 1 Organy decyzyjne banków centralnych krajów Inicjatywy Trójmorza

	Organ decyzyjny	Liczba członków (w tym zewnętrznych)	Organ mianujący	Możliwość pełnienia funkcji przez więcej niż jedną kadencję
Europejski Bank Centralny	Rada Zarządzająca (<i>Governing Council</i>)	25 (19)	Rada Europejska*	nie
Bank Chorwacji	Rada (<i>Council</i>)	8	Parlament**	ustawa nie stwierdza
Bank Czech	Zarząd (<i>Bank Board</i>)	7	Prezydent	tak (max. 2 kadencje)
Narodowy Bank Polski	Rada Polityki Pieniężnej	10 (9)	Sejm na wniosek Prezydenta (prezes), pozostali członkowie w równej liczbie przez Prezydenta, Sejm i Senat	tak, możliwość reelekcji dotyczy jedynie prezesa banku (max. 2 kadencje)
Bank Rumunii	Zarząd (<i>Board of Directors</i>)	9 (5)	Parlament***	tak
Bank Węgier	Rada Monetarna (<i>Monetary Council</i>)	5-9 (4-5)	Prezydent na wniosek Premiera (prezes i wiceprezesi), Parlament (pozostali członkowie)	tak, możliwość reelekcji dotyczy jedynie prezesa banku (max. 2 kadencje)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ustaw i stron internetowych banków centralnych.

*Prezesi narodowych banków centralnych są wybierani zgodnie z regulacjami krajowymi.

**Na wniosek Komitetu ds. Wyborów, Nominacji i Administracji (ang. *Elections, appointments and administration committee*).

***Z rekomendacji właściwych komitetów dwóch Izb Parlamentu.

O składzie Rady lub Zarządu zwyczajowo decyduje jeden organ np. Parlament (Chorwacja, Rumunia) lub Prezydent (Czechy; Tabela 1). Jedynie w przypadku Polski oraz Węgier prawo do mianowania członków Rady przysługuje więcej niż jednemu podmiotowi, co dodatkowo wspiera reprezentacyjność organu decyzyjnego. Z kolei prezes i wiceprezesi EBC mianowani są przez Radę Europejską, podczas gdy prezesi krajowych banków centralnych strefy euro są wybierani zgodnie z krajowymi aktami prawnymi⁶⁵.

W strefie euro nie dopuszcza się możliwości zasiadania w Radzie Zarządzającej przez okres dłuższy niż jedna kadencja, z kolei w Polsce i na Węgrzech zakaz reelekcji nie dotyczy jedynie prezesa banku centralnego, który może być mianowany na to stanowisko maksymalnie dwukrotnie. Tak restrykcyjne zapisy uniemożliwiające wybór członków organów decyzyjnych na kolejne kadencje mają z założenia zwiększać ich niezależność, gdyż perspektywa reelekcji na stanowisko

⁶⁵ Prezes Banku Austrii jest wybierany przez rząd federalny Austrii. Prezesi Banków Estonii, Litwy i Słowenii powoływani są przez Parlamenti tych krajów na wniosek tamtejszych Prezydentów. Na Łotwie prezes banku centralnego jest wybierany przez Parlament na wniosek przynajmniej dziesięciu posłów. Prezes Banku Słowacji jest powoływany przez Prezydenta na wniosek rządu za zgodą Parlamentu.

może generować ryzyko ulegania wpływowi, w szczególności w przypadku krótkich kadencji (Niedźwiedzińska, 2019).

Wymogi formalne odnoszące się do członków organów decyzyjnych są dość podobne pomiędzy analizowanymi bankami centralnymi. Co do zasady osoby wchodzące w skład organu decyzyjnego powinny być obywatelami kraju, który stanowi siedzibę banku centralnego, a także wyróżniać się odpowiednią wiedzą i doświadczeniem. Jednocześnie w okresie swojej kadencji nie mogą prowadzić działalności politycznej ani komercyjnej.

2.2 Proces decyzyjny

Wszystkie analizowane banki centralne za wyjątkiem EBC podejmują decyzje w zakresie polityki pieniężnej poprzez głosowanie (Tabela 2). Wynik głosowania jest zazwyczaj rozstrzygany zwykłą większością głosów, a w przypadku braku rozstrzygnięcia decydującym głosem dysponuje prezes banku. Aby zapobiec problemom w podejmowaniu decyzji w strefie euro wynikających ze względnie wysokiej liczby decydentów, od 2015 r. w Radzie Zarządzającej funkcjonuje system rotacji prawa głosu, uprawniający jedynie pewną część Rady do głosowania na danym posiedzeniu. W praktyce jednak dąży się do podejmowania decyzji przez osiągnięcie konsensusu.

Ciała decyzyjne Czech, Polski, Rumunii i Węgier mają charakter indywidualistyczny, co widoczne jest w praktyce uwzględniania w treści *Minutes* (tj. opisów dyskusji po posiedzeniach, por. rozdz. 4.3 *Minutes*) rozbieżnych opinii, chociaż – z wyjątkiem Czech – bez imiennego przypisania ich do konkretnych członków organu decyzyjnego. Zachowanie pewnego stopnia anonimowości opinii sprzyja bowiem swobodniejszej wymianie zdań w czasie posiedzenia (Blinder, 2006). Banki centralne Czech, Polski i Węgier publikują imienne wyniki głosowań, choć w różnych odstępach czasowych od dnia posiedzenia, podczas gdy Bank Rumunii

ogranicza się jedynie do publikacji stosunku głosów, bez imiennego ich przyporządkowania.

Tabela 2 Proces decyzyjny

	Sposób podejmowania decyzji	Publikowanie rozbieżnych opinii w oficjalnych dokumentach	Publikacja w wynikach głosowań	Czy przedstawiciele rządu mogą brać udział
Europejski Bank Centralny	konsensus	w <i>Accounts</i> * publikowanych ok. 4 tygodnie po posiedzeniu	nie dotyczy	nie
Bank Chorwacji	głosowanie (w większości 2/3)	nie	nie	nie
Bank Czech	głosowanie (zwycięstwo w większości, w przypadku równej liczby głosów za i przeciw decyduje głos)	w <i>Minutes</i> publikowanych 8 dni po posiedzeniu	stosunek głosów jest publikowany w dniu posiedzenia; imienne w wyniku głosowania w <i>Minutes</i>	tak (bez prawa głosu, ale mogą zgłaszać wnioski pod dyskusję)
Narodowy Bank Polski	głosowanie (zwycięstwo w większości, w przypadku równej liczby głosów za i przeciw decyduje głos)	w <i>Minutes</i> publikowanych 2 dni po kolejnym posiedzeniu decyzyjnym	imiennie w wyniku głosowania są publikowane w <i>Monitorze Sądowym i Gospodarczym</i> i <i>Raportach o Inflacji</i>	nie
Bank Rumunii	głosowanie	w <i>Minutes</i> publikowanych tydzień po posiedzeniu	stosunek głosów jest publikowany w <i>Minutes</i>	tak (bez prawa głosu)
Bank Węgier	głosowanie (zwycięstwo w większości, w przypadku równej liczby głosów za i przeciw decyduje głos)	w <i>Minutes</i> publikowanych ok. 2 tygodnie po posiedzeniu	imiennie w wyniku głosowania są publikowane w <i>Minutes</i>	nie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiednich krajowych ustaw o banku centralnym oraz stron internetowych banków centralnych.

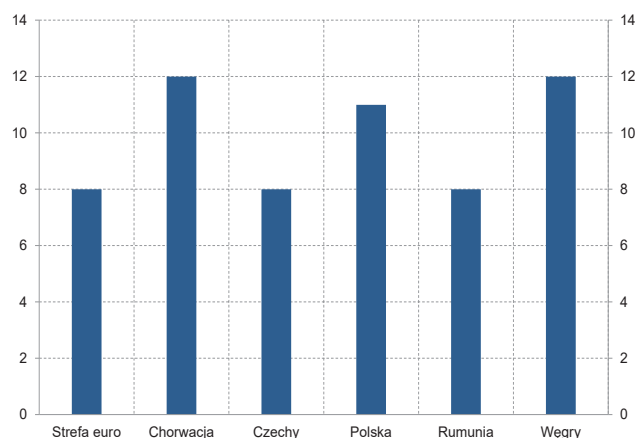
**Accounts* odpowiednik *Minutes*.

W posiedzeniach decyzyjnych banków centralnych Czech i Rumunii uczestniczyć mogą przedstawiciele rządu, chociaż nie przysługuje im prawo głosu. W Czechach reprezentanci rządu mogą jednak zgłaszać wnioski, które następnie stanowią przedmiot dyskusji na posiedzeniu.

2.3 Posiedzenia decyzyjne

Wszystkie banki centralne organizują posiedzenia decyzyjne przynajmniej 8 razy w roku (Wykres 2.1). Najczęściej decyzje podejmowane są w Chorwacji i na Węgrzech (12 razy w roku) oraz w Polsce (11). Jednocześnie jedynie w przypadku tych trzech banków centralnych minimalna liczba posiedzeń w roku zapisana jest w aktach prawnych.

Wykres 2.1 Liczba posiedzeń decyzyjnych w roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiednich krajowych ustaw o banku centralnym oraz stron internetowych banków centralnych.

Wszystkie banki centralne dopuszczają możliwość organizacji dodatkowych posiedzeń, jeżeli zaistnieje taka konieczność. Opcja ta była w szczególności wykorzystywana na początku pandemii Covid-19, kiedy banki centralne podejmowały decyzje częściej niż dotychczas, przede wszystkim w marcu 2020 r. Wówczas wszystkie analizowane banki centralne podejmowały decyzje przynajmniej dwukrotnie w ciągu miesiąca.

3. Komunikacja banków centralnych

Komunikacja banku centralnego stanowi kluczowy element strategii polityki pieniężnej, którego znaczenie systematycznie rosło w minionych latach. Z jednej strony niezależność banków centralnych wymaga wysokiego stopnia transparentności, który może zostać osiągnięty dzięki różnym formom komunikacji. W szczególności w przypadku strategii celu inflacyjnego, której elastyczność umożliwi akceptację tymczasowego odchylenia się inflacji od celu, istotną rolę odgrywa podkreślanie w komunikacji zobowiązania banku centralnego do osiągnięcia celu inflacyjnego w średnim okresie. Działanie takie wzmacnia bowiem wiarygodność władz monetarnych przez co ułatwia stabilizowanie inflacji. Z drugiej strony, nadmiernie rozbudowana komunikacja może utrudniać efektywne prowadzenie polityki pieniężnej. W szczególności w przypadku publikacji prognoz kluczowych zmiennych takich jak stopy procentowe, uczestnicy rynku mogą interpretować tego rodzaju prognozy jako bezwarunkowe zobowiązanie banku centralnego do realizacji określonej ścieżki stóp procentowych. Z kolei w przypadku publikacji odrębnych opinii członków ciała decyzyjnego wzrasta ryzyko kakofonii oraz niejasności co do stanowiska banku centralnego.

Przedstawienie informacji dotyczących skomplikowanych procesów ekonomicznych w sposób, który będzie zrozumiały dla większości odbiorców jest kolejnym wyzwaniem, przed jakim stoją banki centralne. Rzetelna analiza polityki pieniężnej wymaga wiedzy i znajomości specjalistycznego słownictwa, które w wielu przypadkach jest zrozumiałe jedynie dla osób posiadających wykształcenie z dziedziny ekonomii lub finansów. Jednocześnie, aby dotrzeć do jak najszerszego grona odbiorców oraz aby ograniczyć wykluczenie informacyjne części społeczeństwa, ważne jest znalezienie sposobu tłumaczenia polityki pieniężnej językiem powszechnie zrozumiałym.

W celu porównania stopnia skomplikowania komunikacji banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego, w niniejszym rozdziale obliczono i zestawiono miary indeksu czytelności publikowanych komunikatów. W analizie wykorzystano indeks *Flesch-Kinkaid*, który sygnalizuje długość okresu edukacji w powszechnym systemie oświaty, który jest niezbędny czytelnikowi, aby bez trudu zrozumieć treść czytanego tekstu.

3.1 Komunikat⁶⁶

Najpowszechniejszym narzędziem komunikacji stosowanym przez banki centralne są komunikaty publikowane po posiedzeniach decyzyjnych, zawierające przede wszystkim informacje o decyzji dotyczącej stóp procentowych banku centralnego wraz z wyjaśnieniem jej uwarunkowań. Niektóre banki centralne regionu Trójmorza od niemalże dwóch dekad publikują swoje komunikaty, natomiast obecnie jedynie Bułgaria – ze względu na specyfikę swojej strategii – nie publikuje regularnie komunikatu odnoszącego się do polityki pieniężnej. Bank Chorwacji w swoich komunikatach dokonuje krótkiego podsumowania bieżącej sytuacji ekonomicznej, jednak ich treść – w porównaniu do komunikatów banków stosujących strategię celu inflacyjnego – zdecydowanie różni się zakresem informacji o działaniach banku, gdyż obejmuje również politykę makroostrożnościową czy informacje związane z poszczególnymi podmiotami sektora finansowego.

Standardowa praktyka obejmuje publikowanie komunikatu tego samego dnia, w którym odbyło się posiedzenie decyzyjne. W przypadku niektórych banków organizujących konferencje prasowe (strefa euro, Czechy, Rumunia), komunikat jest dodatkowo odczytywany przez prezesa banku centralnego na początku konferencji.

⁶⁶ Podobnie jak w rozdziale 3. *Podjęcie decyzji z analizy* w rozdziałach 4.1-4.3 wykluczono Bułgarię, której bank centralny nie dokonuje regularnych decyzji z zakresu polityki pieniężnej i tym samym nie publikuje komunikatów, *Minutes* ani nie prowadzi konferencji prasowych.

Co do zasady w swoich komunikatach wszystkie banki centralne odnoszą się do sytuacji ekonomicznej kraju, natomiast do koniunktury w otoczeniu zewnętrznym odnoszą się w szczególności banki centralne Czech, Polski, Rumunii i Węgier oraz – dość ogólnie – EBC⁶⁷.

Wszystkie banki, które publikują komunikaty zawierają w nich także dane dotyczące projekcji makroekonomicznych (dotyczy to tych miesięcy, w których projekcja jest publikowana). Zdecydowana mniejszość banków centralnych (strefa euro, Chorwacja) zasadniczo określa w swoich komunikatach nastawienie w polityce pieniężnej lub tzw. *forward guidance*.

3.1.1 Czytelność komunikatów⁶⁸

W kontekście skuteczności komunikacji, równoległe do treści komunikatu kluczowa jest także forma jej przekazania. W szczególności komunikat powinien być zrozumiały zarówno dla ekspertów z dziedziny ekonomii i finansów jak i czytelnika nieposiadającego wykształcenia ekonomicznego, tak aby bank mógł skutecznie oddziaływać na oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych (Blinder i in. 2022). Zadanie to jest tym bardziej trudne iż dostępne badania wskazują na niską wiedzę konsumentów z zakresu działalności banków centralnych (Binder, 2017; Bottone i in. 2021). Jednocześnie zmiany nakierowane na uproszczenie komunikacji banku centralnego generują wyższy stopień zainteresowania polityką pieniężną (Haldane i McMahon, 2018; Ferrara i Angino, 2021).

Celem poniższej analizy jest zatem weryfikacja, czy język komunikatów banków centralnych Inicjatywy Trójmorza można uznać za nadmiernie skomplikowany oraz

⁶⁷ W lipcu 2021 r. dotychczasowe Oświadczenie Wstępne (ang. *Introductory Statement*) zostało zastąpione przez Oświadczenie dot. Polityki Pieniężnej (ang. *Monetary Policy Statement*), które względem poprzedniej wersji komunikatu zostało skrócone oraz podzielone na sekcje związane z aktywnością gospodarczą, inflacją, oceną ryzyk, warunkami finansowymi i monetarnymi oraz wnioskami.

⁶⁸ Z analizy porównawczej wykluczono Chorwację, której komunikaty – ze względu na strategię kontroli kursu walutowego – znacząco różnią się zakresem poruszanych zagadnień.

czy banki dokonały zmian w kierunku uproszczenia tych właśnie dokumentów na przestrzeni lat.

Rozstrzygnięcie tej kwestii może wspomóc zastosowanie wskaźnika czytelności tekstu. Indeks *Flesch-Kincaid* (dalej indeks F-K) stanowi wskaźnik ilościowy, który dość powszechnie stosowany jest do oceny stopnia trudności różnorodnych tekstów w języku angielskim⁶⁹, również tych publikowanych przez banki centralne (Coenen i in., 2017; Binette i Tchegotarev, 2019; Blinder i in., 2022). Indeks bazuje wyłącznie na obiektywnych właściwościach tekstu (takich jak ilość słów czy zdań) i jest niezależny od jego tematyki stąd zwraca się uwagę na jego uniwersalność (Bulir i in., 2014). Jednocześnie Kawamura i in. (2019) wskazują, że poprzez nie uwzględnianie tematyki tekstu, indeks może nie w pełni oddawać stopień skomplikowania tekstu, w szczególności w przypadku słownictwa z dziedziny finansów i ekonomii. Problem ten nie powinien jednak negatywnie wpływać na wyniki poniższej analizy porównawczej, gdyż omawiane dokumenty dotyczą tego samego obszaru tematycznego, więc potencjalne niedoszacowanie stopnia skomplikowania tekstu dotyczy je w porównywalnym stopniu i nie zmienia się w czasie.

Indeks F-K dla danego tekstu oblicza się na podstawie statystyki sylab, słów i zdań w tekście⁷⁰, opierając się na założeniu, że stopień skomplikowania dokumentu jest tym wyższy im dłuższe są zdania oraz słowa zawarte w jego treści. Obliczoną wartość indeksu dla tekstu należy interpretować jako minimalną liczbę lat edukacji w powszechnym systemie oświaty⁷¹, których ukończenie jest niezbędne czytelnikowi, aby przeczytać tekst ze zrozumieniem. Przykładowo wartość wskaźnika 12 oznacza, że tekst powinien być zrozumiały dla osoby, która ukończyła dwanaście lub więcej lat nauki w powszechnym systemie oświaty. W związku z tym im wyższa wartość w wskaźnika tym trudniejszy do zrozumienia jest tekst.

⁶⁹ W niniejszym podrozdziale analizie zostały poddane angielskie wersje komunikatów.

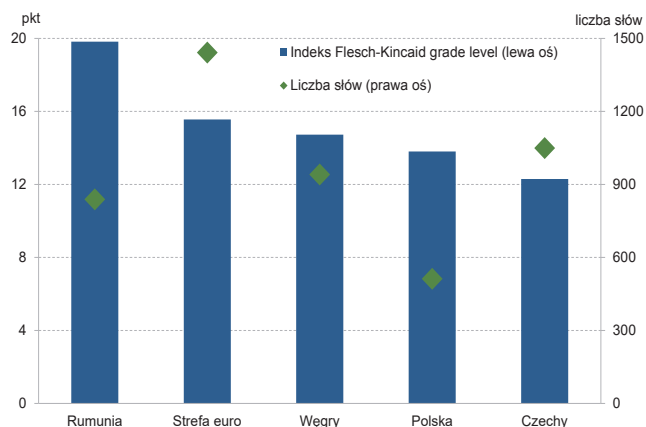
⁷⁰ Indeks F-K obliczany jest ze wzoru: $0,39 \times (\text{liczba słów}/\text{liczba zdań}) + 11,8 (\text{liczba sylab}/\text{liczba słów}) - 15,59$.

⁷¹ Indeks F-K został skonstruowany z myślą o amerykańskim systemie oświaty.

Pewne ograniczenie w stosowaniu indeksu F-K do porównywania dokumentów może wynikać z faktu, iż język angielski, dla którego indeks F-K został opracowany, nie stanowi urzędowego języka dla wszystkich analizowanych banków centralnych (wyjątek stanowi EBC). Możliwe jest zatem, że jakość tłumaczenia z języka oryginalnego na język angielski wpłynie na wartość tekstu. Nie ma jednak podstaw, aby twierdzić, że ryzyko to jest silnie zróżnicowane pomiędzy analizowanymi bankami centralnymi, co nie powinno mieć przełożenia na analizę porównawczą.

Na podstawie średnich wartości wskaźnika F-K obliczonego dla analizowanej grupy w okresie 2010 r. - I poł. 2020 r.⁷² można stwierdzić, że komunikaty wszystkich analizowanych banków centralnych wymagają od czytelnika przynajmniej ok. dwunastoletniego okresu edukacji, zatem mogą być niezrozumiałe dla osób posiadających jedynie podstawowe lub średnie wykształcenie (Wykres 3.1). W grupie tej wyróżnia się Rumunia, której komunikaty charakteryzują się najwyższym stopniem trudności, a ich treść może przysporzyć problemów nawet osobom z wyższym wykształceniem. Z kolei treść komunikatów Narodowego Banku Czech powinna być najbardziej zrozumiała dla czytelnika (wskaźnik F-K w niektórych latach kształtował się niekiedy poniżej 12 pkt), pomimo że są one wyraźnie dłuższe

Wykres 3.1 Wskaźnik *Flesch-Kincaid* komunikatów banków centralnych oraz liczba słów w komunikacie; średnia dla okresu 2010 r. – poł. 2020 r.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie komunikatów banków centralnych.

Komunikaty zostały oczyszczone z elementów niezwiązanych z opisem polityki pieniężnej i jej uwarunkowań, np. informacji adresowych, stopek, dodatkowych informacji organizacyjnych.

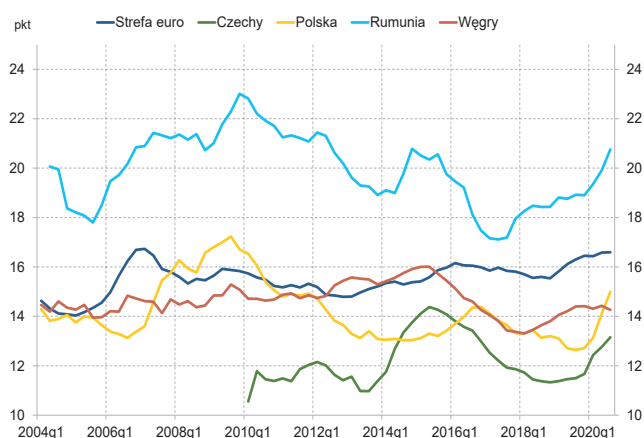
⁷² Komunikat (*Introductory statement*) Banku Czech w języku angielskim jest dostępny na stronie Banku od lutego 2010 r.

niż komunikaty Banku Rumunii. Stopień skomplikowania komunikatów pozostałych banków centralnych kształtuje się na zbliżonym poziomie, chociaż ich długość jest wyraźnie zróżnicowana. Najdłuższe w całej grupie są komunikaty Europejskiego Banku Centralnego, który jednak w lipcu 2021 r. zmienił swój komunikat m.in. poprzez jego skrócenie, co nie jest jednak ujęte w analizie, która kończy się w poł. 2020 r. Z kolei najkrótsze komunikaty w ostatnich latach publikował NBP.

Analizując kształtowanie się indeksu F-K na przestrzeni ostatnich lat można zaobserwować, że zaistnienie nadzwyczajnych warunków makroekonomicznych często wiąże się ze wzrostem stopnia trudności komunikacji banku centralnego (Wykres 3.2). Jest to w szczególności widoczne w czasie wybuchu pandemii Covid-19 na początku 2020 r., kiedy indeks F-K dla

wszystkich banków centralnych wzrastał. Wzrost stopnia trudności komunikatów może wynikać z konieczności wyjaśnienia przez bank centralny zastosowania określonych instrumentów polityki pieniężnej w odpowiedzi na nadzwyczajną sytuację gospodarczą. Taką tezę potwierdza również przypadek Banku Czech, dla którego indeks F-K był podwyższony w latach 2014 – I kw. 2017 tj. w okresie stosowania asymetrycznego celu kursowego.

Wykres 3.2. Wskaźnik *Flesch-Kincaid* komunikatów banków centralnych (średnia ruchoma 4 kw. krocząco)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie komunikatów banków centralnych.

Komunikaty zostały oczyszczone z elementów niezwiązanych z opisem polityki pieniężnej i jej uwarunkowań, np. informacji adresowych, stopek, dodatkowych informacji organizacyjnych.

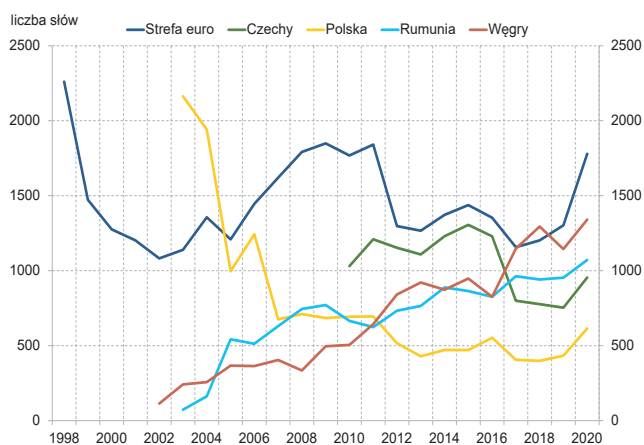
Długość komunikatów mierzona liczbą słów wykazywała różne tendencje na przestrzeni ostatnich lat (Wykres 3.3). Komunikaty NBP dość systematycznie stawały się coraz krótsze (choć początkowo były bardzo długie). Z kolei w przypadku Rumunii i Węgier zaobserwować można odwrotną tendencję. W 2020 r. miało miejsce wydłużenie się komunikatów wszystkich analizowanych banków centralnych w porównaniu z poprzednim rokiem, na co bez wątpienia duży wpływ miała nagła zmiana sytuacji gospodarczej na całym świecie związana z wybuchem pandemii Covid-19 oraz zastosowanie przez banki centralne różnorodnych narzędzi wspierających koniunkturę, co z kolei wymagało wzmocnienia komunikacji.

3.2 Konferencja

Publikacji komunikatu niekiedy towarzyszy również konferencja prasowa, która odbywa się wkrótce po posiedzeniu decyzyjnym. W regionie Trójmorza jest to jednak narzędzie mniej powszechne niż publikacja komunikatu, które jest stosowane przez EBC oraz banki centralne Czech, Polski i Rumunii. W Czechach, Polsce i Rumunii w konferencji prasowej udział bierze jedynie prezes banku centralnego. W strefie euro udział w konferencji biorą prezes oraz wice-prezes EBC.

W niektórych przypadkach konferencje towarzyszą również publikacji ważniejszych materiałów. W Czechach,

Wykres 3.3. Długość komunikatów banków centralnych (średnia liczba słów dla komunikatów z danego roku)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie komunikatów banków centralnych.

Komunikaty zostały oczyszczone z treści niezwiązanych z merytoryką, np. informacji adresowych, stopek, dodatkowych informacji organizacyjnych.

Polsce i Rumunii przy okazji publikacji *Raportu o inflacji*⁷³ odbywają się konferencje dedykowane prezentacji prognoz inflacji i PKB⁷⁴. W konferencjach tych udział bierze prezes banku (Czechy, Rumunia) lub osoby odpowiedzialne za opracowanie projekcji (Polska⁷⁵). We wszystkich wspomnianych krajach na konferencje zapraszani są dziennikarze i analitycy zewnętrzni, którzy po prezentacji projekcji mogą zadawać pytania.

3.3 *Minutes*

Bardziej szczegółowe informacje dotyczące głównych wątków dyskusji poruszanych w trakcie posiedzenia decyzyjnego są zawierane w tzw. *Minutes*, tj. opisach dyskusji na posiedzeniach. Ze względu na ich większą szczegółowość, dokumenty te są zazwyczaj publikowane z kilkudniowym (Czechy, Rumunia) lub kilkutygodniowym (strefa euro, Polska, Węgry) opóźnieniem względem publikacji komunikatu.

Podobnie jak komunikaty *Minutes* zawierają zazwyczaj opis koniunktury gospodarczej w kraju oraz za granicą. Mogą natomiast różnić się stopniem, w jakim ich treść zawiera indywidualne opinie poszczególnych członków organu decyzyjnego. Im mniej kolegialny jest organ decyzyjny, tym więcej szczegółów na temat opinii poszczególnych jego członków jest publikowanych (Niedźwiedzińska, 2018). W przypadku Czech od 2020 r. *Minutes* zawierają indywidualne opinie członków organu decyzyjnego atrybuowane imiennie. W Polsce, Rumunii i Węgrzech opinie poszczególnych członków nie są upubliczniane w *Minutes*, chociaż treść tego dokumentu zawiera czasami przeciwstawne argumenty części organu decyzyjnego, co pozwala na wychwycenie różnic w opiniach decydentów. W przypadku Węgier *Minutes* uwzględniają również wyniki głosowań poszczególnych

⁷³ W 2021 r. publikacja *Inflation Report* w Czechach została zastąpiona przez *Monetary Policy Report*.

⁷⁴ W odniesieniu do PKB Bank Rumunii przedstawia jedynie prognozę luki popytowej. Z kolei Bank Czech publikuje również prognozowaną ścieżkę stóp procentowych oraz prognozę kursu korony czeskiej względem euro.

⁷⁵ W przypadku Polski w konferencji towarzyszącej publikacji projekcji udział biorą dyrektor departamentu odpowiedzialny za przygotowanie projekcji, wicedyrektor oraz naczelnik wydziału opracowującego projekcję.

członków, które dotyczą stóp procentowych. W strefie euro opinie wyrażane są najczęściej w imieniu całego organu decyzyjnego, choć niekiedy zawierają informacje o rozbieżnych opiniach.

3.4 Pozostałe

Do kluczowych publikacji banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego należą *Raporty o inflacji* lub analogiczne materiały⁷⁶, w których analizowane są bieżące i przyszłe czynniki kształtujące inflację w gospodarce krajowej. W szczególności publikacje te zawierają **projekcje** głównych zmiennych makroekonomicznych, obejmujące zazwyczaj inflację oraz dynamikę wzrostu gospodarczego. *Raporty* te wraz z projekcjami stanowią kluczowy materiał pomocniczy w procesie decyzyjnym dot. ustalania parametrów polityki pieniężnej.

W Czechach, Rumunii i na Węgrzech *Raporty* zawierające projekcje są publikowane z częstotliwością kwartalną, w Polsce natomiast trzy razy do roku. W strefie euro analogiczna publikacja tj. Biuletyn Ekonomiczny jest publikowana dwa tygodnie po każdym posiedzeniu decyzyjnym (czyli osiem razy w roku) jednak projekcja jest zamieszczana w co drugim biuletynie.

Publikacje dotyczące analizy bieżącej i przyszłej koniunktury oraz prognoz najważniejszych zmiennych ekonomicznych stanowią narzędzie komunikacji wykorzystywane również w przypadku banków centralnych nieposługujących się strategią celu inflacyjnego. W Chorwacji raport *Macroeconomic Developments and Outlook* jest publikowany dwa razy do roku, z kolei w Bułgarii materiał *Economic Review* publikowany jest kwartalnie.

Zakres zmiennych, których prognozy są podawane do publicznej wiadomości we wszystkich analizowanych krajach obejmuje prognozę inflacji oraz PKB⁷⁷. Z kolei

⁷⁶ W 2021 r. *Raport o inflacji* Banku Czech został zastąpiony przez *Raport o polityce pieniężnej*, natomiast EBC publikuje Biuletyn Ekonomiczny.

⁷⁷ W odniesieniu do PKB Bank Rumunii przedstawia jedynie prognozę luki popytowej.

publikowanie prognozowanej ścieżki stóp procentowych stanowi praktykę raczej rzadką. Bank Czech jako jedyny publikuje prognozę dla stopy procentowej, a także kursu czeskiej korony względem euro.

Raporty roczne stanowią coroczne podsumowanie prowadzonej polityki pieniężnej, w którym uwzględnia się analizę uwarunkowań makroekonomicznych w danym roku oraz przedstawia zakres stosowanych instrumentów. Raporty roczne zawierają także informacje dotyczące zarządzania bankiem centralnym jak również jego sprawozdania finansowe. Zgodnie z krajowymi i – w przypadku EBC – europejskimi zapisami prawnymi raport roczny (w Chorwacji informacja półroczna⁷⁸) jest przedkładany odpowiednim organom ustawodawczym, zazwyczaj parlamentowi (Chorwacja, Czechy, Polska, Rumunia, strefa euro⁷⁹) lub Zgromadzeniu Narodowemu (Bułgaria).

Oprócz przekazywania raportów rocznych do parlamentu, niekiedy przedstawiciele banku centralnego – zazwyczaj prezes lub wiceprezes banku – są zobowiązani do przedstawienia jego treści podczas **wystąpień w parlamencie** (Chorwacja, Czechy, strefa euro, Węgry⁸⁰). Wystąpienia parlamentarne mogą towarzyszyć także publikacji innych materiałów, w szczególności tych, które dotyczą realizacji strategii polityki pieniężnej oraz jej instrumentów. W Polsce prezes NBP lub wyznaczony przez niego przedstawiciel przedkłada w Sejmie *Założenia polityki pieniężnej* na kolejny rok oraz *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej wraz ze Sprawozdaniem z działalności Narodowego Banku Polskiego*. Z kolei *Ustawa o Banku Węgier* zobowiązuje prezesa MNB do przedstawiania ustnych oraz pisemnych sprawozdań przed Parlamentem (art. 2), również ad hoc na wniosek Parlamentu (art.

⁷⁸ Raport półroczny (pt. "Semi-annual Information on the Financial Condition, the Degree of Price Stability Achieved and the Implementation of Monetary Policy") zawiera informacje o uwarunkowaniach finansowych, realizacji celu dla stabilności cen oraz prowadzeniu polityki pieniężnej i jest przedkładany Parlamentowi. Jednocześnie raz w roku publikowany jest raport roczny, którego zakres – oprócz uwarunkowań makroekonomicznych i finansowych – dotyczy także m.in. sprawozdania z działalności badawczej banku, zarządzania i struktury organizacyjnej oraz sprawozdań finansowych.

⁷⁹ W przypadku strefy euro raport roczny EBC jest prezentowany Parlamentowi Europejskiemu, Radzie Unii Europejskiej, Komisji Europejskiej i Radzie Europejskiej (rozdz. II art. 15.3 *Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*).

⁸⁰ Jedynie na wniosek parlamentarnej komisji ds. gospodarki (art. 131(2) *Ustawy o Banku Węgier*).

131). W Rumunii w przypadku, gdyby rezerwy walutowe obniżyły się do poziomu, który zagrażałby realizacji transakcji rządowych z zagranicą, Bank Rumunii zobowiązany jest do przedłożenia sprawozdania na temat przyczyn zaistniałej sytuacji oraz rekomendacji dotyczących jej poprawy (art. 30(3) *Ustawy o Banku Rumunii*). Jednocześnie *Ustawa* nie stwierdza, czy sprawozdanie powinno mieć formę pisemną, czy też ustną.

Proces decyzyjny organów polityki pieniężnej opiera się na informacjach pochodzących z wielu źródeł, w tym opracowywanych w ramach analiz prowadzonych przez pracowników banku, niekiedy z wykorzystaniem danych wrażliwych. Większość banków centralnych nie publikuje jednak **materiałów pomocniczych** przygotowywanych regularnie na posiedzenia organów decyzyjnych. Z jednej strony różnorodność analiz, w szczególności projekcji makroekonomicznych bazujących na alternatywnych scenariuszach, wspiera wymianę poglądów wśród członków organów decyzyjnych. Z drugiej strony publikacja tak zróżnicowanych materiałów mogłaby zaburzyć komunikację banku centralnego powodując dezorientację co do jej głównego przekazu. Wyjątek stanowią Węgry, gdzie publikacji *Minutes* towarzyszy publikacja materiału pt. „*Macroeconomic and financial developments*”, który stanowi podsumowanie analiz przygotowanych przez analityków Banku dla członków organu decyzyjnego i przekazanych im przed posiedzeniem decyzyjnym. Materiał ten opisuje uwarunkowania makroekonomiczne, sytuację na krajowych i zagranicznych rynkach finansowych oraz tendencje na rynku kredytowym. Jednocześnie nie zawiera on informacji dotyczących prognoz makroekonomicznych, poza tymi, które odnoszą się do prognozy publikowanej w *Raporcie o inflacji* oraz ryzyk dla jej realizacji.

Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu przeprowadzona została analiza porównawcza uwarunkowań instytucjonalnych polityki pieniężnej gospodarek należących do Inicjatywy Trójmorza. W przeglądzie uwzględniono banki centralne stosujące zarówno strategię celu inflacyjnego, jak i różne formy strategii kontroli kursu walutowego. Jednocześnie ze względu na charakterystyki strategii obowiązujących w Chorwacji i Bułgarii, gdzie dyskrecjonalne decyzje w zakresie polityki pieniężnej są ograniczone lub też wykluczone, niektóre elementy będące przedmiotem badania (w szczególności proces decyzyjny oraz komunikowanie decyzji) obejmowały jedynie lub w większym stopniu banki centralne stosujące strategię celu inflacyjnego.

Różnice pomiędzy reżimami monetarnymi banków centralnych w głównej mierze wynikają z rodzaju przyjętej strategii polityki pieniężnej. Niektóre kluczowe aspekty prowadzenia polityki pieniężnej są jednak dość zbliżone niezależnie od przyjętego reżimu monetarnego. W szczególności odnosi się to do definicji mandatu określającego nadrzędny cel, którym jest zapewnienie stabilności cen, oraz zakresu niezależności banku centralnego, a także jego odpowiedzialności przez organami ustawodawczymi. Pewne podobieństwa są również widoczne w praktykach banków centralnych związanych z komunikacją, chociaż zakres informacji podawanych do publicznej wiadomości jest bardziej ograniczony w przypadku banków stosujących strategię kursu walutowego, w szczególności w formie izby walutowej.

Na tym tle, wśród banków stosujących strategię celu inflacyjnego można zidentyfikować wiele podobieństw, w tym w zakresie reżimu kursowego oraz standardowych instrumentów polityki pieniężnej. Droga do sformułowania bieżącego kształtu strategii była jednak silnie zróżnicowana. W szczególności definicje celów inflacyjnych podlegały wielu modyfikacjom, a w początkowym

okresie niektóre banki uwzględniały równoległe cele dla kursu walutowego lub agregatów pieniężnych.

Pewne różnice można zidentyfikować także w zakresie procesów decyzyjnych, w szczególności dotyczące składu organu decyzyjnego oraz częstotliwości posiedzeń, chociaż widoczna jest preferencja w kierunku większych ciał decyzyjnych i publikowania w mniejszym lub większym zakresie indywidualnych opinii oraz decyzji poszczególnych członków.

Publikacja komunikatów, *Minutes* z posiedzeń decyzyjnych, a także *Raportów o inflacji* stanowi standardową praktykę wśród banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego, podczas gdy nieco większe zróżnicowanie dotyczy zakresu zmiennych, których prognozy są publikowane. Niejednorodna jest też praktyka, jeżeli chodzi o organizację konferencji prasowych.

Dzięki wykorzystaniu narzędzi *text mining* do analizy komunikatów można stwierdzić, że pod względem stopnia skomplikowania komunikacja banków centralnych jest zróżnicowana zarówno w czasie jak i pomiędzy bankami centralnymi i trudno wskazać na trwałą tendencję w kierunku jej upraszczania. W szczególności w przypadku zaistnienia nadzwyczajnych warunków makroekonomicznych stopień trudności komunikatów banków centralnych wzrasta, co jest widoczne w przypadku przeanalizowanych instytucji w okresie pandemii Covid-19.

Bibliografia

Binette, A., Tchegotarev, D. (2019). *Canada's Monetary Policy Report: If Text Could Speak, What Would It Say?*. Bank of Canada Staff Analytical Note 2019-5.

BIS (2009). *Issues in the Governance of Central Banks*. A report from the Central Bank Governance Group. <https://www.bis.org/publ/othp04.pdf>

BIS (2019). *Monetary policy frameworks and central bank market operations*. https://www.bis.org/publ/mc_compendium.pdf

Blinder, A. (2006). *Monetary Policy by Committee: Why and How?* DNB Working Paper No. 92/February 2006

Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J., Jansen, D-J. (2022). *Central Bank Communication with the General Public: Promise or False Hope?* Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 291.

Bulíř, A., Čihák, M., Jansen, D-J. (2014). *Does the Clarity of Inflation Reports Affect Volatility in Financial Markets?* IMF Working Paper WP/14/175.

Ciżkowicz-Pękała, M., Grostal, W., Niedźwiedzińska, J., Skrzyszewska-Paczek, E., Stawasz-Grabowska, E., Wesołowski, G., Żuk, P. (2019). *Three decades of inflation targeting*. Narodowy Bank Polski. Warszawa.

CNB (1999). *CNB Monetary Strategy document*. CNB Monetary Strategy document - Czech National Bank.

CNB (2000). *The Setting of the Inflation Target for 2001*.

CNB (2001). *Escape clauses pertaining to the new inflation target*. Inflation Report - April 2001.

CNB (2007). *The CNB's new inflation target and changes in monetary policy communication*. Inflation Report – April 2007.

CNB (2013). *Transcript of the introductory statement from the press conference - 7 November 2013*. <https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/bank-board-decisions/CNB-Board-decisions-2013-1383829140000-00001/?tab=transcript>

CNB (2017). *Statement of the Bank Board for the press conference following the extraordinary monetary policy meeting*. <https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/bank-board-decisions/CNB-Board-decisions-2017-1491490020000-00001/?tab=statement>

Coenen, G., Ehrmann, M., Gabor, G., Hoffmann, P., Nakov, A., Nardelli, S., Persson, E., Strasser, G. (2017). *Communication of monetary policy in unconventional times*, EBC Working Paper Series, No 2080.

CNB (2022a). *Inflation targeting in the Czech Republic*.
<https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/inflation-targeting/>

CNB (2022b). *The main instruments of monetary policy*.
<https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/instruments/>

Dumičić, M. Ljubaj, I., Martinis, A. (2018). *Persistence of Euroisation in Croatia*. Surveys S-31. Croatian National Bank. Zagreb.

EBC (1998). *Introductory Statement*. Komunikat z 13 października 1998,
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is981013.en.html>

EBC (2001). *The Monetary Policy of the ECB*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2001en.pdf>

EBC (2004). *The Monetary Policy of the ECB*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>

EBC (2011). *The Monetary Policy of the ECB*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>

- EBC (2014). *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*.
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html>
- EBC (2015). *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*.
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>
- EBC (2020). *Economic Bulletin*. Issue 8/2020.
- EBC (2021a). *The ECB's Monetary Policy Strategy Statement*. Komunikat z 8 lipca 2021r.
https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html
- EBC (2021b). *Transkrypcja konferencji prasowej z 8 lipca 2021 r.*
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.sp210708~ab68c3bd9d.en.html>
- EBC (2021c). *An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy*.
https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_overview.en.html
- EBC (2022). *The Eurosystem's instruments*.
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>
- Ebrill, L. P., Chopra, A., Christofides, C., Mylonas, P., Otker, I., Schwartz, G. (1994). *Poland. The Path to a Market Economy*. IMF Occasional Paper 113.
- Fleming, J. M. (1962). *Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates*. IMF Staff Papers, 1962, vol.9, issue 3.
- Grostał W., Ciżkowicz-Pękała M., Niedźwiedzińska J., Skrzyszewska-Paczek E., Stawasz E., Wesołowski G., Żuk P. (2015). *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*. Narodowy Bank Polski. Warszawa.

Grostał W., Jabłecki J., Beniak P., Ciżkowicz-Pękała M., Skrzyszewska-Paczek E., Wesołowski G., Żuk P. (2016). *Alternatywne strategie polityki pieniężnej*. Narodowy Bank Polski. Warszawa 2016.

Hammond, G. (2012). *State of the art inflation targeting*. Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

HNB (2015). *Monetary policy framework*.

<https://www.hnb.hr/en/core-functions/monetary-policy/monetary-policy-framework>

HNB (2020). *Measures of the Croatian National Bank to alleviate the economic consequences of the pandemic*. https://www.hnb.hr/documents/20182/2953147/en170320_prezentacija_Vujcic.pdf/a171cec8-b79d-a37d-61c9-ab85a1c858f8?t=1585210733912

Holub T. (2021). *History of Monetary Policy Making and Communication at the Czech National Bank*. prezentacja w ramach The Better Policy Project Seminar.

Hrncir M., Smidkova K. (2004). *Inflation targeting in the Czech Republic*. Macroeconomics 0402031, University Library of Munich, Germany.

Jonas J., Mishkin, F. S. (2003). *Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects*. Working Paper 9667. NBER Working Paper Series.

Kawamura, K., Kobashi, Y., Shizume, M., Ueda, K. (2019). *Strategic central bank communication: Discourse analysis of the Bank of Japan's Monthly Report*. *Journal of Economic Dynamics & Control* 100 (2019) 230–250.

KE (1998). *Regular Report from the Commission on Bulgaria's Progress Towards Accession*. COM (98) 707 final, 17 December 1998. *Bulletin of the European Union Supplement* 12/98. http://aei.pitt.edu/44542/1/bulgaria_1998.pdf

Konstytucja Republiki Czeskiej. *The Constitution of the Czech Republic No. 1/1993 Coll.* z 16 grudnia 1992 z późn. zm.

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. z 1997 poz. 483, z późn. zm.

MFW (1999). *The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization*. IMF Policy Discussion Paper.

MFW (2000). *Romania: 2000 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report No. 00/159.

MFW (2001a). *Bulgaria: 2000 Article IV Consultation and Fifth Review Under the Extended Arrangement*. IMF Country Report No. 01/53.

MFW (2001b). *Romania: Selected Issues and Statistical Appendix*. IMF Country Report No. 01/16.

MFW (2002). *Republic of Croatia: 2002 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report No. 02/178.

MFW (2004). *Romania: 2004 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement*. IMF Country Report No. 04/221.

Mihov (1999). *The Economic Transition in Bulgaria*. INSEAD.

https://www.researchgate.net/publication/240630025_The_Economic_Transition_in_Bulgaria_1989-1999

MNB (2001a). *Quarterly report on inflation*. Sierpień 2001.

MNB (2001b). *Quarterly report on inflation*. Listopad 2001.

MNB (2008). *Press release on the abandonment of the peg to the euro*.

<https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/the-monetary-council/press-releases/2008/press-release-on-the-abandonment-of-the-peg-to-the-euro>

MNB (2010). *New monetary policy tool to support the development of the forint mortgage lending and mortgage bond markets*. <https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/the-monetary-council/press-releases/2010/new-monetary-policy-tool-to-support-the-development-of-the-forint-mortgage-lending-and-mortgage-bond-markets>

MNB (2015). *Press release by the Monetary Council on the review of the inflation target*. <https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/the-monetary-council/press-releases/2015/press-release-by-the-monetary-council-on-the-review-of-the-inflation-target-1>

Mundell, R. (1960). *The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates*. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 74, Issue 2.

NBR (2002). *The National Bank replaces the discount rate with the reference rate starting February*. <https://www.bnr.ro/page.aspx?prid=2939>

NBR (2020). *NBR Board decisions on monetary policy*, Komunikat z 20 marca 2020 r. <https://www.bnr.ro/page.aspx?prid=17617>

NBR (2022). *Monetary Policy Instruments*, <https://www.bnr.ro/Monetary-Policy-Instruments-3647.aspx>

Niedźwiedzińska J. (2018). *Inflation Targeting – Institutional features of the strategy in practice*. NBP Working Paper No. 299. NBP. Warsaw.

Oesterreichische Nationalbank (2022). *Legal Framework*. <https://www.oenb.at/en/About-Us/legal-framework.html>

Popa Ch. (2006). *Monetary Policy in the Shadow of the Euro*. Prezentacja z 31 Marca 2006.

Popa Ch., Rosentuler S., Iorga E., Salater W., Sasu D. , Codirlasu A. (2002). *Direct Inflation Targeting: A New Monetary Policy Strategy for Romania*. National Bank of Romania Occasional Paper No. 1/2002.

Rada Polityki Pieniężnej (1998). *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. Narodowy Bank Polski. Warszawa.

Rada Polityki Pieniężnej (2003). *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*. Narodowy Bank Polski. Warszawa.

Rada Polityki Pieniężnej (2021). *Założenia polityki pieniężnej na rok 2022*. Narodowy Bank Polski. Warszawa.

Schmeling, M., Wagner, C. (2015) *Does Central Bank Tone Move Asset Prices?*
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2629978

Surányi, G., Vincze, J. (1998). *Inflation in Hungary*. Chapter in *Moderate Inflation. The experience of transition economies*. Edited by. C. Cotarelli, G. Szapáry. International Monetary Fund, National Bank of Hungary. Washington D.C.

Traktat o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Dz.U. C 326 z 26.10.2012, wersja skonsolidowana.

Traktat o Unii Europejskiej. Dz.U. C 326 z 26.10.2012, wersja skonsolidowana.

Ustawa o Banku Bułgarii. *Law on the Bulgarian National Bank*.

https://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_law/laws_bnb_en.pdf

Ustawa o Banku Chorwacji. *Act on the Croatian National Bank*. Official Gazette 75/2008 and 54/2013 and 47/2020 - unofficial consolidated version.

https://www.hnb.hr/documents/20182/505925/e-zakon-o-HNB_npt.pdf/7fd21d58-ceb9-5693-8bcc-d9c74ecb8cd2

Ustawa o Banku Czech. *Act No. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank* z późn. zm.

https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/legislation/.galleries/acts/act_on_cnb.pdf

Ustawa o Banku Łotwy. *Law on Latvijas Banka [unofficial translation]*.

<https://www.bank.lv/en/about-us/8436-law-on-the-bank-of-latvia>

Ustawa o Banku Rumunii. *Law No. 312 / 28.06.2004 on the Statute of the National Bank of Romania (unofficial translation)*.

https://www.bnr.ro/files/d/Legislatie/Lege_statut_bnr/L_StatBNR.pdf

Ustawa o Banku Węgier. Act CXXXIX of 2013 on the Magyar Nemzeti Bank.

<https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-torveny-2021-11-10-en.pdf>

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim. Dz. U. z 2019 r. poz. 1810 oraz z 2020 r. poz. 56.

Zoican, A. M. (2009). *The quest for monetary integration – the Hungarian experience*. MPRA Paper No. 17286. University of Reading. Henley Business School.

www.nbp.pl

