



Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae
Rok 20, Nr 3/2016, tom II
Wydział Prawa, Administracji i Zarządzania
Uniwersytetu Jana Kochanowskiego w Kielcach

**Globalizacja i regionalizacja
we współczesnym świecie**

Piotr Stanek¹

KOLEKTYWNE PODEJMOWANIE DECYZJI W POLITYCE PIENIĘŻNEJ W PERSPEKTYWIE HISTORYCZNEJ I MIĘDZYNARODOWEJ²

Streszczenie: W artykule podjęto próbę podsumowania najnowszych badań empirycznych dotyczących podejmowania decyzji przez organy kolektywne (rady polityki pieniężnej). Podstawowym celem jest identyfikacja istniejących kierunków badawczych oraz zaprezentowanie perspektyw dalszych badań w tej dziedzinie. Zastosowaną metodą badawczą jest krytyczny przegląd literatury przedmiotu. Zidentyfikowano dwa główne obszary badawcze: (1) modelowanie decyzji w polityce pieniężnej, w tym w szczególności poziomu stóp procentowych, decyzji dotyczących ich zmian i analizę oddanych głosów oraz (2) estymację determinant preferencji członków rady oraz zgłoszonych zdań odrębnych. Wskazano na konieczność pogłębienia analizy poprzez objęcie nią wielu porównywalnych rad polityki pieniężnej jednocześnie za pomocą danych panelowych oraz rozszerzenia badanych determinant preferencji o czynniki związane z doświadczeniami pozazawodowymi.

Słowa kluczowe: kolektywne podejmowanie decyzji, polityka pieniężna, reguła Taylora, głosy odrębne, determinanty preferencji.

Klasyfikacja JEL: D71, E58, E63.

Wprowadzenie

Decyzje w polityce pieniężnej w większości krajów świata, w których bank centralny charakteryzuje się niezależnością od rządu, podejmowane są przez orga-

¹ Doktor Piotr Stanek, adiunkt, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

² Publikacja została dofinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

ny kolektywne. Należą do nich m.in. Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) w Stanach Zjednoczonych, Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego czy też Rada Polityki Pieniężnej Banku Anglii (MPC) jak również komitet o analogicznej nazwie działający w Narodowym Banku Polskim (RPP). Wskazuje się przy tym wiele argumentów na rzecz takiego właśnie podejścia (por. szczegółowy przegląd literatury zaprezentowany w pracach Blindera [2007] i Stanka [2013 i 2014]):

- rady mają większą wiarygodność (szczególnie przy nakładających się kadencjach członków) – por. np. [Sibert 2003];
- obniżają się indywidualne koszty zdobywania informacji (rada jest lepiej poinformowana) – por. np. [Gerling et al. 2005];
- rady są mniej „kapryśne” (ich decyzje są bardziej przewidywalne) – por. np. [Méon 2006], a stopy procentowe podlegają mniejszym wahaniom [Farvaque, Matsueda i Méon 2009];
- na przewagę kolektywnego podejmowania decyzji wskazują eksperymenty – por. np. [Blinder i Morgan, 2005].

I choć kolektywne podejmowanie decyzji w polityce pieniężnej jest przedmiotem analiz ekonomicznych przynajmniej od pracy Cothrena [1988], to wciąż brak „optymalnego” sposobu ich modelowania.

Celem artykułu jest identyfikacja głównych kierunków badawczych w zakresie analizy podejmowania decyzji przez rady polityki pieniężnej w wybranych krajach świata oraz zaprezentowanie perspektyw dalszych badań w tej dziedzinie. Weryfikowaną hipotezę badawczą można sformułować w sposób następujący: determinanty preferencji poszczególnych członków rad polityki pieniężnej pozostają tym elementem systemu podejmowania decyzji banków centralnych, który w znacznej mierze wymyka się dotychczas przeprowadzonym badaniom teoretycznym i ilościowym. W konsekwencji ten obszar badawczy wydaje się najbardziej obiecującym kierunkiem dalszych badań.

Konstrukcja artykułu została podporządkowana realizacji tak nakreślonego celu i weryfikacji postawionej hipotezy badawczej. W pierwszym podrozdziale zaprezentowano przegląd dotychczasowych badań w zakresie sposobu modelowania decyzji banków centralnych, natomiast w drugiej części podjęto próbę podsumowania sposobów analizy preferencji poszczególnych członków rad polityki pieniężnej. Artykuł zamykają najważniejsze wnioski.

1. Modelowanie decyzji w polityce pieniężnej

Decyzje podejmowane kolektywnie w polityce pieniężnej mogą być analizowane z trzech perspektyw: (i) modelowanie podstawowego instrumentu polityki monetarnej (poziomu stopy procentowej ew. podaży pieniądza lub bilansu banku centralnego); (ii) modelowanie podejmowanych decyzji przez radę i jej pojedynczych członków oraz (iii) modelowanie zdań odrębnych (*dissents*) poszczególnych członków rady.

Najpopularniejszy empiryczny sposób przybliżania poziomu stóp procentowych zaproponował Taylor [1993]. W swej pionierskiej pracy założył, że referencyjna stopa procentowa zależy od pewnego „naturalnego” poziomu realnej stopy procentowej (za jej wartość przyjął 2%), stopy inflacji i różnicy między stopą inflacji a nieformalnym celem inflacyjnym w wysokości 2% oraz „luki produkcji” tzn. procentowej różnicy między potencjalnym realnym wzrostem PKB a jego obserwowaną wartością. Dwóm ostatnim elementom (lucie produkcji i odchyleniu od celu inflacyjnego) arbitralnie przyznano równe wagi – po 50%. Ze względu na swą prostotę a zarazem elastyczność reguła Taylora stanowi bardzo użyteczny punkt odniesienia w analizie decyzji banków centralnych oraz preferencji poszczególnych członków ich organów decyzyjnych. Jej liczne warianty pozwalają m.in. na inne – wyznaczane empirycznie – wagi poszczególnych parametrów (np. [Lee i Crowley 2009] czy też „wygładzanie” stóp procentowych [Woodford, 2003]).

Jung [2013] prezentuje wyniki analizy preferencji trzech rad polityki pieniężnej: Federalnego Komitetu (FOMC, MPC oraz Zarządu szwedzkiego Riksbanku). Przeprowadzone przez niego estymacje wskazują, że stopy procentowe ustalane przez wszystkie trzy analizowane banki centralne bardzo dobrze odzwierciedlają reguły Taylora, potwierdzają hipotezę „wygładzania” stóp procentowych oraz silniejszą reakcję na zmiany inflacji niż luki produkcji. Ponadto zaprezentowane przez niego wyniki dowodzą różnorodności preferencji wśród członków poszczególnych rad oraz sugerują, że przynajmniej część tej heterogeniczności da się wyjaśnić statusem ich członkostwa – inaczej reagować będą przewodniczący rady inaczej członkowie „wewnętrzni” a inaczej ci spoza banku centralnego. Należy przy tym zauważyć, że ze względu na metodę estymacji (analiza danych panelowych z uwzględnieniem efektów stałych i losowych) różnice między poszczególnymi członkami sprowadzają się do preferencji względem stałej a nie reakcji na inflację, lukę produkcji czy skłonność do wygładzania stóp.

Reguły Taylora jako aproksymację preferencji poszczególnych członków FOMC wykorzystują również Bennani, Farvaque i Stanek [2015]. Dowodzą oni (na podstawie analizy transkrypcji posiedzeń FOMC), że różnice między członkami rady dotyczą wszystkich parametrów funkcji (nie uwzględniają jednak możliwości indywidualnego „wygładzania” stóp procentowych zakładając, że jest ono wynikiem kształtowania się konsensusu wewnątrz FOMC). Warto przy tym zwrócić uwagę, że w pracy tej indywidualne funkcje Taylora zostały oparte o dane z regionów, z których pochodzą poszczególni członkowie FOMC. Istotny wpływ czynników regionalnych – w szczególności wewnątrz Rezerwy Federalnej – nie jest jednak zbyt zaskakujący. Na rolę takich czynników jak regionalne bezrobocie czy stan koniunktury na stanowych rynkach nieruchomości wskazują odpowiednio m.in. Meade i Sheets [2005], Jung i Latsos [2015] oraz Eichler i Löhner [2014].

Ze względu na fakt, że najczęściej zmiany stóp procentowych następują o pewną wielokrotność 25 punktów bazowych, w literaturze dość często analizuje się wprowadzające je decyzje za pomocą modeli wyboru dyskretnego (logitowych,

probitowych lub ich wariantów). Praca Eichengreen, Watson i Grossman [1985] jest jednym z najwcześniejszych zastosowań tej techniki w bankowości centralnej.

W ostatnich latach podobne techniki stosowali m.in. Smales [2013] w analizie polityki pieniężnej w Australii, Muñoz Torres i Shepherd [2013] – Meksyku oraz Kim [2014] – Korei. Wyczerpującą analizę zmian stóp procentowych w Polsce za pomocą zagnieżdżonego modelu probitowego zaprezentował Sirchenko [2013] zauważając dodatkowo systematyczne różnice w głosowaniach poszczególnych członków RPP trzech pierwszych kadencji. Nie starał się jednak wyjaśnić przyczyn zaobserwowanych różnic preferencji. Sześć krajów Europy Środkowo-Wschodniej objęli swą analizą Nojković i Petrović [2014], nie uszczegóławiając jej jednak do poziomu poszczególnych głosowań ani decydentów.

Trzeci ciekawy prąd badawczy obejmuje analizę głosów sprzeciwu wobec podejmowanych decyzji. Długoterminowe, choć głównie opisowe badania przypadku FOMC zaprezentowali Thornton i Wheelock [2014]. Dla MPC Banku Anglii analizę probitową (binarną i dla kategorii uporządkowanych) głosów sprzeciwu przeprowadzili Harris, Levine i Spencer [2011]. I choć wpływ zmiennych dotyczących przebiegu kariery zawodowej członków MPC okazuje się statystycznie istotny, to siła ich wpływu jest zanedbywalnie mała. Tym niemniej znacząca heterogeniczność preferencji oszacowana przez efekty stałe dla poszczególnych członków MPC pozostaje zauważalna.

Warto zauważyć, że w ramach omówionego kierunku badawczego dominują studia skoncentrowane na jednym banku centralnym, a jeśli już pojawiają się analizy obejmujące więcej niż jeden kraj, to ich liczba pozostaje bardzo ograniczona. Wydaje się więc, że naturalnym kierunkiem dalszych badań w tej dziedzinie jest identyfikacja większych grup banków centralnych, które z jednej strony będą na tyle jednolite, że będą mogły w sposób uzasadniony zostać zakwalifikowane do jednej próby badawczej (panelu) a z drugiej strony pozwolą na wyciągnięcie bardziej ogólnych wniosków.

2. Determinanty preferencji i podejmowanych decyzji

Dla pełnego zrozumienia funkcjonowania rad polityki pieniężnej i podejmowanych przez nie decyzji konieczne jest pogłębienie badań nad preferencjami ich członków i sposobami, w jaki preferencje te przekładają się na rezultaty posiedzeń. Do determinant, których istotność jest już mocno ugruntowana w literaturze należą czynniki związane z uwarunkowaniami instytucjonalnymi, takimi jak funkcja pełniona w radzie i siła osobowości przewodniczącego (np. El-Shagi i Jung [2015]) czy procedury nominacyjne i faktyczna niezależność od organów nominujących – w tym długość kadencji [Chang 2003]. Co ciekawe, w ostatnich latach pojawiły się również badania wskazujące na różne zachowania decydentów w zależności od okresu, który pozostał do końca kadencji (por. np. [Johnson, Ellis i Kotenko 2012]).

Drugą grupą czynników wpływających na wyniki makroekonomiczne krajów są kwalifikacje, doświadczenia i wynikające z nich preferencje decydentów.

Wpływ szefów państw i rządów na wzrost gospodarczy państw analizowali Jones i Olken [2005], a w szczególności rolę ich wykształcenia Besley, Montalvo i Reynal-Querol [2011]. W dziedzinie bankowości centralnej na analogiczne powiązania między charakterystyką członków FOMC a podejmowanymi decyzjami wskazywali np. Chappell, Havrilesky i McGregor [1995]. Relacje między doświadczeniem a preferencjami dotyczącymi wysokości stóp procentowych analizowali z kolei np. Eichler i Lächner [2013]. Podobne badania skoncentrowane na Banku Anglii przeprowadzili Bhattacharjee i Holly [2015].

Pierwszą pracą wskazującą na statystycznie istotny związek między wykształceniem i doświadczeniem zawodowym członków rad polityki pieniężnej a osiąganą stopą inflacji w perspektywie międzynarodowej jest artykuł Göhlmanna i Vau-bela [2007]. Interesujące badania porównujące efektywność polityki pieniężnej rozumianą jako jednoczesną minimalizację wariacji stóp wzrostu gospodarczego i inflacji przeprowadzili Farvaque, Stanek i Vigeant [2014]. Wykazali oni również, że doświadczenie zawodowe, poziom edukacji a także wiek i płeć członków rad polityki pieniężnej ma na tę efektywność istotny wpływ.

Wśród najnowszych badań dotyczących determinant preferencji ekonomicznych (awersji do ryzyka czy stosunku do inflacji) ciekawe hipotezy wysunęli i z powodzeniem potwierdzili Malmendier i Nagel [2011 i 2016]. W pierwszej z przywołanych prac wskazują oni, że doświadczenie recesji we wczesnej młodości w wyraźny sposób wpływa na awersję do ryzyka (wybór instrumentów finansowych wykorzystywanych do gromadzenia oszczędności) danej osoby w wieku dojrzałym. W drugiej z kolei udowadniają, że przeżyte epizody wysokiej inflacji trwale kształtują oczekiwania inflacyjne (są one wyższe niż wynikałyby z celu inflacyjnego danego kraju i odczytów inflacji w ostatnich okresach). Choć badania te w bezpośredni sposób nie odnoszą się do preferencji rad polityki pieniężnej i osiągniętych przez nie wyników, to nieopublikowane jeszcze materiały wskazują, że nad takimi badaniami pracują przynajmniej dwa zespoły [Malmendier, Nagel i Yan 2016] oraz [Farvaque, Hammadou i Stanek, 2016]. Innym ciekawym przykładem prób pomiaru zmiennych trudno mierzalnych jest praca Cavalieri et al. [2016] klasyfikująca uczelnie ekonomiczne na „ortodoksyjne” i „nieortodoksyjne”. W konsekwencji doktorat uzyskany w jednym lub drugim rodzaju uniwersytetu miałby inne skutki dla preferencji legitymującego się nim członka rady polityki pieniężnej (w tym wypadku Rady Dyrektorów Banku Centralnego Brazylii).

Wnioski końcowe

Choć funkcjonowanie banków centralnych dzięki rosnącej ich przejrzystości dalekie jest już od obowiązującego jeszcze w latach 80. modelu „czarnej skrzynki”, to wciąż jeszcze brakuje pełnego zrozumienia mechanizmów rządzących podejmowanymi przez nie decyzjami. Dlatego też, choć w najnowszych publikacjach stosowane są zaawansowane modele ekonometryczne pozwalające na coraz głębszą analizę tych procesów, to z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że dalsze badania będą coraz intensywniej wykorzystywały bardziej „miękkie” cha-

rakterystyki wpływające na preferencje członków rad polityki pieniężnej, takie jak doświadczenia wczesnej młodości czy inklinacje uczelni, w której wykształcenie odebrali członkowie rad polityki pieniężnej. Warto zwrócić również uwagę na konieczność poszerzenia badań poprzez częstsze objęcie nimi wielu porównywalnych rad polityki pieniężnej za pomocą analizy danych panelowych.

Literatura cytowana

- Bennani, H., Farvaque, E. i Stanek, P., 2015. FOMC members' incentives to disagree: regional motives and background influences. *NBP Working Paper* 221.
- Besley, T., Montalvo, J. G. i Reynal-Querol, M., 2011. Do Educated Leaders Matter? *The Economic Journal*, 121(554), F205-227.
- Bhattacharjee, A. i Holly, S., 2015. Influence interactions and Heterogeneity: Taking Personalities out of Monetary Policy Decision-making. *The Manchester School*, 83(2), 153-182.
- Blinder, A., 2007. Monetary policy by committee: why and how? *European Journal of Political Economy*, 23, 106-123.
- Blinder, A. S. i Morgan, J., 2005. Are Two Heads Better Than One? Monetary Policy by Committee. *Journal of Money, Credit and Banking*, 37(5), 798-811.
- Cavaliere, M., Codato, A., Perissinotto, R. i Dantas, E., 2016. *Political power and the economic mainstream: a profile analysis of the Brazilian central bank's Board of Directors*. [ONLINE] Artykuł dostępny pod adresem: www.academia.edu/download/45858321/political-power-and-the-economic-mainstream.pdf. [Odczytano 15 maja 2016].
- Chang, K., 2003. *Appointing Central Bankers: the Politics of Monetary Policy in the United States and the European Monetary Union*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Chappell, H., Havrilesky, T. i McGregor, R.R., 1995. Policymakers institutions, and central bank decisions. *Journal of Economics and Business*, 47 (2), 113-136.
- Cothren, R., 1988. Equilibrium inflation as determined by a policy committee, *Quarterly Journal of Economics*, 103(2), 429-434.
- Eichengreen, B., Watson, M.W. i Grossman, R.S., 1985. Bank Rate Policy Under the Inter-war Gold Standard: A Dynamic Probit Model. *The Economic Journal*, 95(379), 725-745.
- Eichler, S. i Lähner, T., 2013. Forecast dispersion, dissenting votes, and monetary policy preferences of FOMC members: the role of individual career characteristics and political aspects. *Public Choice*, 160(3-4), 429-453.
- Eichler, S. i Lähner, T., 2014. Regional House Price Dynamics and Dissenting Votes in the FOMC. *Economic Inquiry*, 52, 625-645.
- El-Shagi, M. i Jung, A., 2015. Does the Greenspan era provide evidence on leadership in the FOMC. *Journal of Macroeconomics*, 43, 173-190.
- Farvaque, E., Hammadou, H. i Stanek, P., 2016. There is no (depression) childhood's end, for central bankers too. Artykuł zaprezentowany na European Public Choice Society Meeting, Freiburg im Brisgau. [ONLINE] Artykuł dostępny pod adresem: www.dropbox.com/sh/upr3dynhvqxl353/AABahiiyGIT1rSl8eLzUnlgHa/139.pdf. [Odczytano 15 maja 2016].
- Farvaque, E., Matsueda, N. i Méon, P. G., 2009. How monetary policy committees impact the volatility of policy rates. *Journal of Macroeconomics*, 31(4), 534-546.
- Farvaque, E., Stanek, P. i Vigeant, S., 2014. On the performance of monetary policy committees. *Kyklos*, 67(2), 177-203.

- Gerling K., Grüner H.P., Kiel A. i Schulte E., 2005. Information acquisition and decision making in committees: a survey. *European Journal of Political Economy*, 21(3), 563-597.
- Göhlmann, S. i Vaubel, R., 2007. The educational and occupational background of central bankers and its effect on inflation: an empirical analysis. *European Economic Review*, 51(4), 925-941.
- Harris, M., Levine P. i Spencer C., 2011. A Decade of Dissent: Explaining the Dissent Voting Behavior of Bank of England MPC Members. *Public Choice*, 146, 413-442.
- Johnson, E.D., Ellis, M.A. i Kotenko, D., (2012). Consensus building on the FOMC: An analysis of end of tenure policy preferences. *Economics Letters*, 117(1), 368-371.
- Jones, B.F. i Olken, B.A., 2005. Do Leaders Matter? National Leadership and Growth Since World War II. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(3), 835-864.
- Jung, A., 2013. Policymakers' interest rate preferences: recent evidence for three monetary policy committees. *International Journal of Central Banking*, 9(3), 150-197.
- Jung, A. i Latsos, S., 2015. Do federal reserve bank presidents have a regional bias? *European Journal of Political Economy*, 40, 173-183.
- Kim, H., 2014. Estimating interest rate setting behavior in Korea: an ordered probit model approach. *Auburn University Working Paper AUWP 2014-02*.
- Lee J. i Crowley, P.M., 2009. Evaluating the stresses from ECB monetary policy in the euro area. *Bank of Finland Research Discussion Papers* 11.
- Malmendier, U. i Nagel, S., 2011. Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking? *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 373-416.
- Malmendier, U. i Nagel, S., 2016. Learning from Inflation Experiences. *Quarterly Journal of Economics*, 131(1), 53-87.
- Malmendier, U., Nagel, S. i Yan, Z., 2016. The Making of Hawks and Doves: Inflation Experiences and Voting on the FOMC. [ONLINE] Artykuł dostępny pod adresem: http://sifr.org/wp-content/uploads/2016/04/Malmendier-Ulrike-FOMC_52-copy.pdf. [Odczytano 15 maja 2016].
- Meade, E. i Sheets, N., 2005. Regional influences on FOMC voting patterns. *Journal of Money, Credit and Banking*, 37, 661-677.
- Méon, P-G., 2006. Majority voting with stochastic preferences: The whims of a committee are smaller than the whims of its members. *Constitutional political economy*, 17(3), 207-216.
- Muñoz Torres, R.I. i Shepherd, D., (2014). Inflation targeting and the consistency of monetary policy decisions in Mexico: an empirical analysis with discrete choice models. *The Manchester School*, 82(S2), 21-46.
- Nojković, A. i Petrović, P., 2015. Monetary policy rule in inflation targeting emerging European countries: a discrete choice approach. *Journal of Policy Modeling*, 37(4), 577-595.
- Sibert A., 2003. Monetary Policy Committees: Individual and Collective Reputations. *Review of Economic Studies*, 70(3), 649-665.
- Sirchenko, A., 2013, A model for ordinal responses with an application to policy interest rate, *NBP Working Paper* 148.
- Smales, L.A., 2013. The determinants of RBA target rate decisions: a choice modelling approach. *Economic Record*, 89(287), 556-569.
- Stanek, P., 2013. Theoretical aspects of collective decision-making – survey of economic literature, *Comparative Economic Research*, 16(1), 103-122.

- Stanek, P., 2014. Collective decision making in monetary policy – a survey. [w:] D. Kiendl-Wendner i K. Wach (red.), *International competitiveness in Visegrad countries: macro and micro perspectives*. Graz: FH Joanneum, 77-98.
- Taylor, J.B., 1993. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Thornton, D. i Wheelock, D., 2014. Making sense of dissents: A history of FOMC dissents. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Third Quarter, 213-227.
- Woodford, M., 2003. Optimal Interest-Rate Smoothing. *Review of Economic Studies*, 70, 861-886.

Abstract

Collective decision-making in monetary policy – a historical and international perspective

The article summarizes the empirical research in the field of collective decision-making in monetary policy. The main goal is to identify the research trends and to present the perspectives of further research in this domain. The research method is critical survey of the literature. Two main research fields were identified: (1) modelling decision-making in monetary policy, with respect to the level of interest rates, decisions shaping their changes and the analysis of the votes casted as well as (2) estimating the determinants of preferences of the members of monetary policy councils as well as dissenting votes. The article indicates the necessity of deepening the analysis by including comparable monetary policy councils at the same time in a panel setup as well as widening the set of investigated determinants of preferences by taking into consideration extra-professional experiences.

Keywords: collective decision-making, monetary policy, Taylor rule, dissent votes, determinants of preferences.

JEL Classification: D71, E58, E63.