

***Forward guidance* (ogłaszanie zamiarów) jako narzędzie polityki pieniężnej**

1. Wprowadzenie

Konsekwencją kryzysu finansowego 2007+ jest również kryzys dotychczasowych narzędzi polityki pieniężnej. Chcąc pobudzić gospodarki, kraje uprzemysłowione wprowadzały pakiety niestandardowych działań, których efektem był bezprecedensowy wzrost podaży płynnych rezerw w systemie bankowym oraz osiągnięcie przez oficjalne krótkoterminowe stopy procentowe wartości zbliżonych do zera. Ponieważ poziomy tych stóp nie mogą w zasadzie spaść poniżej zera¹, wpłynęło to w istotny sposób na możliwości dalszego oddziaływania przez władze na realne stopy procentowe, których wysokość wywiera wpływ zarówno na decyzje podmiotów gospodarczych, jak i konsumentów, kształtując w konsekwencji koniunkturę gospodarczą. Niska skuteczność mechanizmu stóp procentowych w pobudzaniu gospodarek w warunkach prawie pełnej stabilności cen (a nawet zagrożenia deflacją) skłoniła władze do wprowadzenia nowego sposobu komunikowania się z rynkiem, poprzez ogłaszanie zamiarów co do dalszego przebiegu polityki pieniężnej (ang. *forward guidance*). Logika nowych działań była zgodna z wynikami dyskusji, która toczyła się na łamach światowej literatury ekonomicznej i wśród praktyków bankowości centralnej od lat 60. poprzedniego stulecia, oraz „duchem” Nowej Syntezy Neoklasycznej (zob. np. Goodfriend, King 1998, s. 2–3; Woodford 2009, s. 267–269). Zarówno w dyskusji, jak i w osiągniętym „Nowym

¹ Przekonanie, wykluczające ujemny poziom oficjalnej krótkoterminowej stopy procentowej, a zatem sytuację, w której bank centralny płaciłby bankom komercyjnym za korzystanie z jego środków, staje się coraz mniej oczywiste w świetle decyzji Banku Japonii, Europejskiego Banku Centralnego, Centralnego Banku Szwajcarii oraz banków centralnych Szwecji i Danii o wprowadzeniu ujemnego oprocentowania depozytów utrzymywanych przez banki komercyjne w banku centralnym, stwarzającego możliwość zakupu z premią od banków komercyjnych krótkoterminowych papierów wartościowych. Zob. np. *Bank of Japan. Key Points of Today's Policy Decisions*, 29 January 2016, https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160129b.pdf (data dostępu: 24.04.2016).

Konsensusie” (zob. King 2012, s. 3) podkreśla się rolę oczekiwań formułowanych przez uczestników rynku dla przyszłego biegu zdarzeń gospodarczych. Dalszą konsekwencją tego stanowiska jest przekonanie, że kontrolując oczekiwania, można próbować wpływać na ten bieg.

Celem niniejszego artykułu jest analiza i ocena istoty oraz roli *forward guidance* jako narzędzia polityki pieniężnej, zwłaszcza w kontekście realizowanej od lat 90. poprzedniego stulecia, w krajach rozwiniętych, polityki bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) oraz próba uzasadnienia tezy, że potencjał oddziaływania *forward guidance* wyczerpuje się i kraje rozwinięte stają obecnie przed koniecznością poszukiwania nowych narzędzi wspierania ożywienia.

2. Istota i typologia *forward guidance*

Pojawienie się *forward guidance* jest najczęściej kojarzone z wprowadzeniem przez kraje rozwinięte tzw. niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej po kryzysie finansowym 2007+. Pierwszym elementem niestandardowych działań było uruchomienie operacji zakupu na dużą skalę przez banki centralne papierów wartościowych, na skutek czego wydatnie powiększyły się ich bilanse (luzowanie ilościowe). W istocie jednak to nie ostatni kryzys i pilna konieczność jego przezwyciężenia „wykreowały” niestandardowe narzędzia oddziaływania na koniunkturę. Luzowanie ilościowe było „praktykowane” przez Bank Japonii już w latach 2001–2006 w celu wsparcia ożywienia koniunktury po kryzysie azjatyckim z przełomu lat 1990. i 2000. i pozbycia się deflacji. Natomiast za prekursorów wdrażania *forward guidance* uważa się Bank Rezerwy Nowej Zelandii (Reserve Bank of New Zeland) (por. Contessi, Li 2013b, s. 1–2) oraz Bank Japonii (por. Contessi, Li 2013b, s. 1–2), które wdrożyły je odpowiednio w latach 1997 i 1999.

Po kilkunastu latach stosowania *forward guidance* pojawiły się próby określenia jego istoty oraz klasyfikacji (zob. np. Yellen 2012, s. 1; Campbell, Evans, Fisher, Justiniano 2012, s. 2–3; Contessi, Li 2013b)². Zarząd Systemu Rezerwy Federalnej definiuje je jako „wypowiedź [banku centralnego – przyp. J.L.B.] na temat prawdopodobnego przebiegu polityki pieniężnej w przeszłości”³. Wypowiedź ta, wbudowana w proces decyzyjny przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, ma skutkować – pożądanym przez władze – obecnym, a także i przyszłym zakresem ich aktywności. Używając *forward guidance* władze mają szansę odzyskać wpływ na przebieg realnych zdarzeń gospodarczych, utracony w znacznym stopniu wskutek

² Zob. także European Central Bank, *Monthly Bulletin April 2014*, s. 67, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201404en.pdf> (data dostępu 11.02.2016).

³ Dosłownie: „Communication about the likely future course of monetary policy is known as »forward guidance«. Zob. Board of Governors of the Federal Reserve System, *What is forward guidance and how is it used in the Federal Reserve's monetary policy?*, <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-is-forward-guidance-how-is-it-used-in-the-federal-reserve-monetary-policy.htm> (data dostępu 22.04.2016).

osiągnięcia przez oficjalne nominalne stopy procentowe poziomów bliskich zera, zasadniczo ograniczający możliwości wykorzystania redukcji ceny pieniądza jako stymulatora rozwoju koniunktury.

Istnieje kilka klasyfikacji *forward guidance*. Jedna z bardziej ogólnych dzieli je na dwie grupy: delfickie (ang. *Delfic forward guidance*) i odysejskie (ang. *Odyssean forward guidance*) (zob. Campbell, Evans, Fisher, Justiniano 2012, s. 2–3). *Forward guidance* delfickie próbuje jedynie prognozować przebieg realnych zdarzeń gospodarczych i ewentualne posunięcia polityki pieniężnej w odpowiedzi na ten przebieg. Bardziej aktywistyczny (interwencjonistyczny) charakter mają odysejskie *forward guidance*, gdyż w tym przypadku władze banku centralnego publicznie zobowiązują się do podjęcia określonych działań w przyszłości, jeśli spełnione zostaną określone (zdefiniowane) przesłanki tych działań.

Bardziej rozwiniętą klasyfikację *forward guidance* prezentuje Europejski Bank Centralny⁴, który dzieli je na cztery grupy (rodzaje):

- 1) czysto jakościowe *forward guidance* (ang. *pure qualitative forward guidance*)⁵, mające dość ogólny charakter i stanowiące jedynie ramowe określenie kierunku przyszłej polityki pieniężnej;
- 2) jakościowe *forward guidance* (ang. *qualitative forward guidance conditional on a narrative*), określające makroekonomiczne uwarunkowania deklarowanych zamierzeń polityki pieniężnej⁶;
- 3) kalendarzowe *forward guidance* (ang. *calendar-based forward guidance*), określające konkretne daty obowiązywania decyzji, dotyczących użycia narzędzi polityki pieniężnej, w zależności od realizacji celu inflacyjnego;
- 4) *forward guidance* oparte na wynikach (*outcome-based forward guidance*), wiążące działania banku centralnego z osiąganiem przez gospodarkę konkretnych celów makroekonomicznych (np. określonego poziomu inflacji i bezrobocia).

Ważnym aspektem dyskusji nad *forward guidance* jest ich umiejscowienie w dotychczasowym arsenale środków polityki pieniężnej banku centralnego. Chodzi po pierwsze o to, czy mają one charakter doraźny, czy trwałe, i po drugie o to, w jakiej relacji pozostają one do obowiązującej w krajach rozwiniętych od lat 90. poprzedniego stulecia polityki bezpośredniego celu inflacyjnego. Zdaniem J. Yellen, jakkolwiek użycie *forward guidance* wiąże się bezpośrednio z brakiem

⁴ European Central Bank, *Monthly Bulletin April 2014*, s. 68 i 69.

⁵ Ten typ *forward guidance* określany jest też jako *forward guidance implicate* (ang. *implicit forward guidance*), por. Contessi, S., Li, L., *Forward Guidance 101A: A Roadmap of the U.S. Experience*, „Economic Synopses” 2013, nr 25, s. 2, https://research.stlouisfed.org/publications/es/13/ES_25_2013-09-10.pdf (data dostępu 24.04.2016).

⁶ Campbell, Evans, Fisher i Justiniano nazywają ten typ delfickim *forward guidance* w odróżnieniu od odysejskiego *forward guidance*, odpowiadającego w przybliżeniu kalendarzowemu *forward guidance*. Zob. Campbell, J.R., Evans, Ch.L., Fisher, J.D.M., Justiniano, A., *Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*, s. 2–3. Kalendarzowe *forward guidance* nazywane jest z kolei przez S. Contessi i L. Li *forward guidance* opartym na datach (ang. *date-based forward guidance*). Zob. Contessi, S., Li, L., *Forward Guidance 101A...*, s. 2.

możliwości pobudzenia gospodarki poprzez działania standardowe (zwłaszcza dalsze obniżanie oficjalnej stopy procentowej), to jednak należy je postrzegać równocześnie jako trwałą, wręcz rewolucyjną, zmianę w sposobie prowadzenia przez bank centralny polityki pieniężnej (Yellen 2012). Nieco innego zdania jest O. Issing, który uważa, że należy wprawdzie traktować *forward guidance* jako istotny (a zatem trwały) element poprawy jakości komunikacji banku centralnego z rynkami finansowymi (co może ograniczać niepewność rynków co do jego przyszłych działań), to jednak nie można postrzegać go jako „magicznego narzędzia” (ang. *magic tool*), które niejako automatycznie zapewni bankowi centralnemu realizację jego podstawowego celu, jakim cały czas pozostaje stabilizacja cen (Issing 2014, s. 8–12).

Istniejące różnice ocen co do miejsca i znaczenia *forward guidance* we współczesnej polityce pieniężnej nie przeszkadzają jednak w osiągnięciu daleko idącej zgodności wśród badaczy tego problemu co do celu, jakiemu mają one służyć. Wymienia się dwa zasadnicze cele wdrażania tego instrumentu: 1) tworzenie warunków do ożywienia gospodarczego w warunkach zerowej granicy nominalnych stóp procentowych, 2) wykorzystywanie różnych kanałów komunikacji banku centralnego z rynkami finansowymi w celu osiągnięcia pożądanego stanu oczekiwań rynków (ang. *guiding market expectations*), co ma sprzyjać ograniczeniu (jeśli nie wyeliminowaniu) niespójności pomiędzy krótkim i długim okresem w przebiegu procesów gospodarczych (ang. *time inconsistency problem*) oraz zbędnej niestabilności (ang. *volatility*) rynków⁷.

Jak się wydaje, stosowanie *forward guidance* może też stanowić dobre uzupełnienie polityki bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Takie stanowisko zajmuje przynajmniej L.E.O. Svensson (2013, s. 1–21; 2015, s. 19–64). W odróżnieniu od J. Yellen, nie postrzega on *forward guidance* jako „rewolucyjnej zmiany” w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej, a nawet nie przypisuje im roli szczególnego, nadzwyczajnego narzędzia oddziaływania przez bank centralny na otoczenie gospodarcze. Uważa je natomiast za ważny element „giętkiej” polityki BCI, kładącej nacisk na poszukiwanie kompromisu pomiędzy koniecznością zabezpieczenia stabilizacji cen a stwarzaniem przez doraźną politykę gospodarczą warunków do realizacji innych ważnych jej celów (ang. *flexible inflation targeting, pure inflation targeting*) (Svensson 2009, s. 1). Jego zdaniem, konsekwentne użycie *forward guidance* może przyczynić się do poprawy „transparentności, efektywności, zawartości informacyjnej (ang. *informativeness*), jakości uzasadnienia (ang. *justification*) oraz odpowiedzialności za skutki gospodarcze (ang. *accountability*)” (Svensson 2013, s. 59) „giętkiej” polityki BCI i wzmocnić jej skuteczność, zwłaszcza w stosunku do wariantu tej polityki przyjmującego postać ścisłej reguły (ang. *strict inflation targeting*).

⁷ Por. European Central Bank, *Monthly Bulletin April 2014*, s. 67.

3. *Forward guidance* w polityce pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej (SRF) i Europejskiego Banku Centralnego (EBC)

Przyjmując, że *forward guidance* może stanowić istotne uzupełnienie polityki BCI, należy zauważyć, że żaden z dwu największych banków centralnych krajów uprzemysłowionych, tj. ani SRF, ani EBC, formalnie nie zadeklarował przyjęcia strategii BCI jako podstawy swojej polityki pieniężnej. Nie realizując jednakże „czystej” strategii BCI (ang. *pure inflation targeting*), stosowały się one do tzw. strategii hybrydowej, polegającej bądź na indywidualnym podejściu do formułowania priorytetów polityki pieniężnej (np. traktowaniu zatrudnienia jako priorytetu na równi ze stabilizacją cen), bądź na indywidualnym doborze narzędzi realizacji tych priorytetów (np. regulacji poziomu oficjalnych stóp procentowych równoległe z regulacją podaży pieniądza). Strategia hybrydowa realizowana była przy tym w warunkach traktowania od wielu lat stabilizacji cen za element nadrzędny (przypadek EBC) lub kluczowy (przypadek SRF) ich mandatu. Zdaniem M. Kinga, po kryzysie 2007+ daje się zauważyć tendencję do konwergencji hybrydowej i czystej postaci strategii BCI (King 2012, s. 3, przypis 5), a zatem podejmując analizę i ocenę skuteczności *forward guidance*, należy mieć na uwadze fakt, że dotyczy ona również w znacznym stopniu oceny skuteczności strategii BCI realizowanej przez obydwa banki.

Przechodząc do analizy zakresu stosowania *forward guidance* w polityce pieniężnej SRF i EBC, należy zauważyć, że był on nieporównanie większy w przypadku SRF. Amerykański bank centralny zaczął je stosować dość intensywnie, chociaż w ogólnej formie (jako tzw. czysto jakościowe *forward guidance*), na długo przed kryzysem 2007+. Na przykład, podjętą 30 czerwca 2004 r. decyzję o podniesieniu oprocentowania funduszy federalnych z dość niskiego poziomu 1% do 1,25% poprzedziły trzy komunikaty wysłane do rynków w odstępach ok. trzech miesięcy, aby przygotować je na tę ewentualność. Dopiero potem nastąpiła seria „konwencjonalnych” działań, których głównym elementem było podwyższenie oprocentowania funduszy federalnych w ciągu dwóch lat, tj. w okresie od połowy 2004 r. do połowy 2006 r. z 1,25% do 5,25% (w sumie o 400 p.b.) w celu „schłodzenia” rynku nieruchomości⁸. Działania te prawdopodobnie przyspieszyły moment wybuchu kryzysu finansowego (Bednarczyk 2009, s. 9–16), który uległ istotnemu wzmocnieniu po upadku banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. i po przejściu w fazę kryzysu bankowego.

O ile celem *forward guidance* przed wybuchem kryzysu finansowego było przygotowanie rynków na zaostrenie polityki pieniężnej, o tyle jego celem w trakcie kryzysu (od grudnia 2008 r.) stało się ukształtowanie przekonania rynków

⁸ Por. Board of Governors of the Federal Reserve System, *Open Market Operations*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm> (data dostępu 6.05.2016).

o utrzymaniu przez SRF akomodacyjnego charakteru polityki pieniężnej w warunkach zbliżania się oprocentowania funduszy federalnych do zera. Zmienił się również sposób komunikowania się SRF z rynkami. Miejsce komunikatów „czysto jakościowych” oraz „jakościowych” zajęły komunikaty „kalendarzowe” oraz „oparte na wynikach”. Przykładem pierwszego typu jest komunikat SRF z 9 sierpnia 2011 r. (gdą oprocentowanie funduszy federalnych osiągnęło już poziom 0–0,25%), informujący rynki, że „sytuacja ekonomiczna... zdaje się gwarantować utrzymanie wyjątkowo niskiego poziomu oprocentowania funduszy federalnych co najmniej do połowy 2013 r.” (Contessi, Li 2013a, table). Przykładem natomiast drugiego typu jest komunikat SRF z 12 grudnia 2012 r., informujący rynki, że akomodacyjna polityka pieniężna (oraz wyjątkowo niskie oprocentowanie funduszy federalnych) zostanie utrzymana „co najmniej tak długo, dopóki stopa bezrobocia pozostanie na poziomie powyżej 6,5%, inflacja prognozowana w perspektywie od jednego roku do dwóch lat nie przekroczy o więcej niż o pół punktu procentowego, ustalonego przez Federalny Komitet Otwartego Rynku, długookresowego, 2-procentowego celu inflacyjnego oraz dopóki długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostaną dobrze zakotwiczone” (Contessi, Li 2013a). Należy zaznaczyć, że SRF dość intensywnie wykorzystywał *forward guidance* do kształtowania stanu oczekiwań rynkowych (np. w 2012 r. ukazały się trzy komunikaty tego typu) (Contessi, Li 2013a), przy czym przez cały czas (łącznie z komunikatem z 17 grudnia 2015 r., informującym o podwyższeniu o 25 p.b. oprocentowania funduszy federalnych) utrzymywały one charakter utwierdzający uczestników rynków w przekonaniu, że władze SRF są pozytywnie nastawione do kontynuowania ożywienia koniunktury⁹.

Nieco inaczej stosowanie *forward guidance* odbywało się w praktyce EBC. Przede wszystkim EBC zaczął sięgać do tego narzędzia wspierania ożywienia znacznie później, bo od lipca 2013 r. Ze względu na jednoznacznie określony mandat, jakim jest utrzymywanie inflacji na poziomie 2%, EBC nie posłużył się początkowo formułą typową dla *forward guidance* opartego na wynikach (co było możliwe w przypadku podwójnego mandatu SRF) ani nawet nie sięgnął do sformułowań tzw. kalendarzowego *forward guidance*. Formuła, jaka została zastosowana, odpowiadała jego wersji „jakościowej”, dość ogólnej i nakierowanej właściwie na kształtowanie oczekiwań rynku co do zmian jednego tylko parametru, jakim są oficjalne stopy procentowe EBC. Posługując się tą formułą, Rada Prezesów EBC informowała rynki, iż oczekuje, że „kluczowe stopy procentowe EBC pozostaną na dotychczasowych lub niższych poziomach przez dłuższy okres czasu”¹⁰. Stanowisko to było podtrzymywane w trakcie kolejnych wystąpień przedstawicieli Zarządu EBC.

⁹ Por. Board of Governors of the Federal Reserve System, *Press Release*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151216a.htm> (data dostępu 6.05.2016).

¹⁰ European Central Bank, *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html> (data dostępu 7.05.2016).

Kolejne zmiany w sposobie wykorzystania *forward guidance* nastąpiły w trakcie posiedzeń Rady Prezesów EBC w grudniu 2015 r. oraz w marcu 2016 r. Ich celem było skojarzenie *forward guidance* odnoszącego się do przewidywanych tendencji oficjalnych stóp procentowych z ogłaszaniem zamiarów EBC w kwestii skupu aktywów, wobec konieczności podniesienia stopy inflacji do poziomu określonego mandatem EBC.

W komunikacie zaprezentowanym po posiedzeniu Rady Prezesów EBC odbytym 21 kwietnia 2016 r. znalazły się stwierdzenia, z których jedno można zakwalifikować jako jakościowe¹¹, drugie zaś jako kalendarzowe¹² *forward guidance*. To ostatnie informuje rynki o tym, że „...EBC, zgodnie z decyzją z 10 marca 2016 r. zaczął zwiększać miesięczne zakupy w ramach programu skupu aktywów z dotychczasowego poziomu 60 mld euro do 80 mld euro” oraz że „...skup ten ma być prowadzony do końca marca 2017 r., a w razie potrzeby jeszcze dłużej – zaś w każdym razie tak długo, aż Rada Prezesów nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji odpowiadającego celowi inflacyjnemu”.

Analizując różnice w sposobie stosowania *forward guidance* przez EBC w stosunku do SRF, należy zauważyć, że w odróżnieniu od SRF zostały one wprowadzone jeszcze wówczas, gdy istniał pewien potencjał obniżek stóp procentowych kontrolowanych przez EBC. Na przykład w momencie wdrażania *forward guidance* podstawowa stopa procentowa (ang. *fixed rate*) kształtowała się na poziomie 0,5%, po czym w pięciu ruchach została obniżona 16 marca 2016 r. do 0%. Stopa depozytowa z kolei została obniżona z 0% do -0,4%, stopa lombardowa zaś z 1% do 0,25%¹³. Fakt, że po wprowadzeniu nowej formy komunikacji z rynkiem jeszcze wielokrotnie obniżano stopy procentowe, uwiarygodniał niewątpliwie stanowisko władz EBC i wzmacniał jego wpływ na oczekiwania uczestników rynku. Innym aspektem, który mógł wpłynąć na skuteczność *forward guidance*, było wdrożenie 22 stycznia 2015 r. polityki luzowania ilościowego¹⁴, wzmocnionej stanowiskiem władz EBC z 10 marca 2016 r., które zdecydowały m.in. o zwiększeniu od kwietnia tego roku miesięcznej kwoty zakupów papierów wartościowych z 60 do 80 mld euro¹⁵.

¹¹ Dosłownie: „W nadchodzącym okresie konieczne jest utrzymanie odpowiedniego stopnia łagodzenia monetarnego tak długo, by podtrzymać tempo ożywienia gospodarczego w strefie euro i przyspieszyć powrót inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2%”. Zob. European Central Bank, *Oświadczenie wstępne na konferencji prasowej*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160421.pl.html> (data dostępu 9.05.2016).

¹² Tamże.

¹³ European Central Bank, *Key ECB interest rates*, <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> (data dostępu 7.05.2016).

¹⁴ European Central Bank, *ECB announces expanded asset purchase programme*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html (data dostępu 7.05.2016).

¹⁵ European Central Bank, *Monetary policy decisions*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html> (data dostępu 8.05.2016).

4. Skuteczność i kierunki zmian

Oceniając skuteczność *forward guidance* jako narzędzia polityki pieniężnej obydwu banków centralnych, należy odpowiedzieć na dwa kluczowe pytania: 1) czy i na ile *forward guidance* spełniły swoją rolę w promocji ożywienia gospodarki, „zastępując” niejako mechanizm stopy procentowej (niedziałający ze względu na osiągnięcie przez oficjalne stopy procentowe wartości bliskich zera) i 2) czy w istocie przyczyniły się one do osiągnięcia pożądanego stanu oczekiwań rynków (zgodnego z intencjami władz) oraz ograniczenia w ten sposób zbędnej niepewności oraz zawirowań w gospodarce, rzutujących na jej wyniki. Istnieje daleko idąca zgodność wśród badaczy tego problemu co do odpowiedzi na drugie pytanie. Istotnie, wykonane przez nich badania dowiodły, że *forward guidance* przyczyniały się do łagodzenia ruchów krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, ograniczania niepewności uczestników rynku co do ścieżki zmian tych stóp w przyszłości oraz „odgradzania” gospodarek od wpływu na zachowanie się rynkowych stóp procentowych, szoków zewnętrznych, płynących z gospodarki światowej. Takie są konkluzje wynikające m.in. z badań EBC¹⁶, zespołu Międzynarodowego Funduszu Walutowego¹⁷, A.L. Smitha i T. Beckera (Smith, Becker 2015, s. 52 i nn.) i wielu innych.

Odpowiedź na drugie pytanie wiąże się głównie z określeniem charakteru wpływu *forward guidance* na zachowanie się długoterminowych nominalnych, a zwłaszcza realnych stóp procentowych. O ile w warunkach konwencjonalnej polityki pieniężnej wpływ władz na **długoterminowe** realne stopy procentowe może być tylko pośredni, o tyle w warunkach zerowej granicy nominalnych stóp procentowych, władze mogą podejmować jednoczesne próby obniżania rentowności długoterminowych obligacji (poprzez inicjowanie ich skupu) i podsycania oczekiwań inflacyjnych, czego ostatecznym efektem może być spadek realnych długoterminowych stóp procentowych, wspierający ożywienie koniunktury. Niektórzy badacze zauważają pozytywny wpływ tego mechanizmu na rozwój koniunktury¹⁸, jednak pojawiają się również obawy o siłę jego oddziaływania w warunkach zaznaczającej się presji deflacyjnej, prowadzącej do wzrostu realnych stóp procentowych (Bednarczyk 2015, s. 94–98).

Pomimo na ogół pozytywnej oceny *forward guidance* jako narzędzia kształtowania klimatu dla rozwijania działalności gospodarczej tak w Stanach Zjednoczonych jak i w strefie euro i zachęcających wyników badań ekonometrycznych na ten temat, obydwie gospodarki (zwłaszcza gospodarka strefy euro) mają problemy z podtrzymaniem ożywienia koniunktury i wejściem na ścieżkę długookresowe-

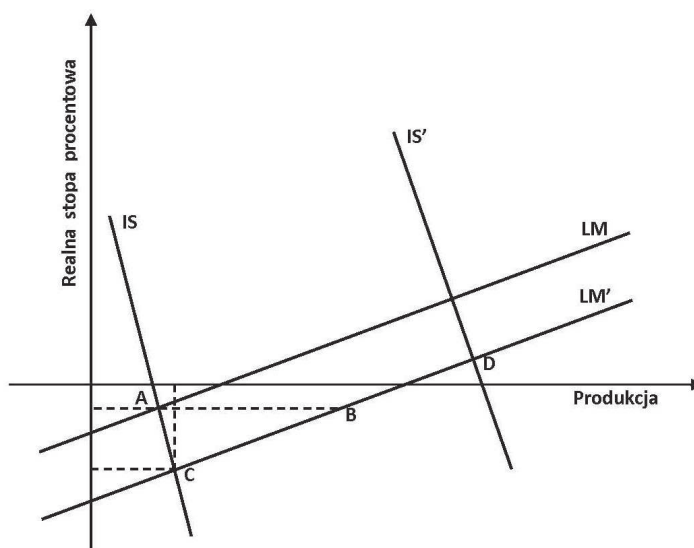
¹⁶ European Central Bank, *Monthly Bulletin April 2014*, s. 71 i 72.

¹⁷ International Monetary Fund, *Unconventional Monetary Policies – recent Experience and Prospects*, April 18, 2013, s. 8 i nn., <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf> (data dostępu 7.05.2016).

¹⁸ Por. np. International Monetary Fund, *Unconventional Monetary policies...*, s. 10 i nn.

go wzrostu. W strefie euro słabym wskaźnikiem wzrostu dodatkowo towarzyszy wysokie bezrobocie oraz trwała presja deflacyjna. W tej sytuacji pojawia się naturalne pytanie o inne narzędzia oddziaływania na gospodarkę, które mogłyby pomóc w jej ożywieniu. Zdaniem P. Praeta¹⁹, członka Zarządu EBC, wobec spadającej skuteczności polityki pieniężnej istnieje pilna potrzeba wykreowania nowego powiązania polityki pieniężnej z polityką fiskalną (ang. *superior policy mix*), które uratowałoby gospodarkę europejską przed niszczącymi skutkami długookresowej deflacji.

Rysunek 1
Równowaga makroekonomiczna w warunkach niestandardowych narzędzi pobudzenia koniunktury



Źródło: opracowanie własne.

Istotę problemu wyartykułowanego przez Praeta można zaprezentować na diagramie wykorzystującym zależności modelu IS-LM. Przyjmijmy, że równowaga gospodarcza znajduje się w punkcie A, któremu odpowiada niski poziom produkcji (wysokie bezrobocie) oraz ujemne stopy procentowe. W celu pobudzenia koniunktury (ograniczenia spadku działalności gospodarczej) bank centralny podejmuje politykę luzowania ilościowego, czego skutkiem jest wzrost podaży płynnych rezerw w systemie bankowym, wzrost akcji kredytowej banków i w konsekwencji zwiększenie realnej ilości pieniądza (przesunięcie krzywej LM na pozycję LM').

¹⁹ Por. European Central Bank, *The EBC's fight against low inflation: reasons and consequences*. Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB, at Luiss School of European Political Economy, Rome, 4 April 2016, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160404.en.html> (data dostępu 7.05.2016).

W wyniku działania banku centralnego równowaga gospodarcza przesuwana się w kierunku punktu B, oznaczającego większą produkcję i zatrudnienie. Jednak wskutek wykorzystania przez podmioty gospodarcze części przyrostu podaży pieniądza na zakupy papierów wartościowych (co pociągnie za sobą wzrost ich cen i spadek rentowności) równowaga ukształtuje się ostatecznie w punkcie C, oznaczającym dużo mniejsze „realne” korzyści z luzowania ilościowego, niż się na początku zakładało. Pomimo niskich realnych stóp procentowych (mogących przyjmować nawet wartości ujemne) gospodarka będzie w stanie stagnacji, bez perspektyw na jej przewyżczenie (istotne znaczenie ma tu też prawie poziome położenie krzywej LM).

Wyjściem z tej trudnej sytuacji może być wzmocnienie polityki pieniężnej środkami polityki fiskalnej (polityki wydatków rządowych), która mogłaby spowodować „zagospodarowanie” istniejącej na rynku płynności do ożywienia popytu. Wzrost globalnego popytu, warunkowany wydatkami rządowymi (przesunięcie równowagi gospodarczej w kierunku punktu D), oznaczałoby wyższą produkcję i zatrudnienie, ale też prawdopodobnie z czasem wyższą inflację i wyższe realne stopy procentowe. Obydwa te zjawiska wywierałyby na dłuższą metę negatywny wpływ na wzrost gospodarczy, ale w średnim horyzoncie czasowym oznaczałyby powrót gospodarki do „normalności”, a przede wszystkim uwolnienie jej od niszczących skutków deflacji.

Wprowadzenie powyższego wariantu przewyżczenia procesów stagnacyjnych w gospodarce amerykańskiej i europejskiej nie musi też oznaczać automatycznie sukcesu tego typu polityki gospodarczej, gdyż po pierwsze podobny wariant przewyżczenia procesów deflacyjnych dość słabo sprawdza się w gospodarce japońskiej i po drugie trudno przewidzieć, jaki byłby jego wpływ na równowagę budżetową w krajach strefy euro; nie wiadomo zwłaszcza, czy początkowy wzrost wydatków rządowych zostałyby w pełni skompensowane w średnim okresie wzrostem wpływów podatkowych, w związku ze spodziewanym wzrostem dochodów podmiotów prywatnych.

5. Zakończenie

Reasumując powyższe rozważania, należy stwierdzić, że podjęcie przez kraje uprzemysłowione, zwłaszcza Stany Zjednoczone, niestandardowych działań w polityce wspierania wzrostu gospodarczego po kryzysie finansowym 2007+, przyniosło na ogół pozytywne rezultaty. Częścią tych działań były *forward guidance*, czyli ogłaszanie zamierzeń w kwestii polityki stóp procentowych oraz stosowania innych narzędzi polityki pieniężnej, w warunkach osiągnięcia przez oficjalne nominalne stopy procentowe wartości bliskich zera. Skala wykorzystania *forward guidance* była różna w różnych krajach. Z pewnością większa w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro. Stany Zjednoczone odnotowały również lepsze wyniki gospodarcze w okresie pokryzysowym, chociaż nie zdecydował o tym sam tylko sposób

komunikowania się SRF z rynkami finansowymi, lecz przede wszystkim szybkość i zakres wdrażania luzowania ilościowego.

Pomimo pozytywnych ocen wpływu niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej na koniunkturę, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro obserwuje się jednak tendencję do wygasania ożywienia, czemu w strefie euro towarzyszy również zagrożenie deflacją i wysokie bezrobocie. W tej sytuacji pojawiają się wątpliwości co do skuteczności stosowanych w okresie pokryzysowym narzędzi polityki pieniężnej w akomodacji procesu ożywienia i propozycje jej wzmocnienia odpowiednio dobranymi środkami polityki fiskalnej (problem nowej *policy mix*).

Bibliografia

- Bank of Japan, *Key Points of Today's Policy Decisions*, 29 January, 2016, https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160129b.pdf (data dostępu 24.04.2016).
- Bednarczyk, J.L., *Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego a zagrożenie deflacją w Unii Europejskiej*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace” 2015, t. 1(23), nr 3.
- Bednarczyk, J.L., *Stopa procentowa jako narzędzie regulacji gospodarki w warunkach głębokiego załamania koniunktury*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Bankowość” 2009, nr 38.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Open Market Operations*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm> (data dostępu 6.05.2016).
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Press Release*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20151216a.htm> (data dostępu 6.05.2016).
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *What is forward guidance and how is it used in the Federal Reserve's monetary policy?*, <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-is-forward-guidance-how-is-it-used-in-the-federal-reserve-monetary-policy.htm> (data dostępu 22.04.2016).
- Campbell, J.R., Evans, Ch.L., Fisher, J.D.M., Justiniano, A., *Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*. Federal Reserve Bank of Chicago, Brooking Papers on Economic Activity, Spring 2012 (WP 2012-03).
- Contessi, S., Li, L., *Forward Guidance 101A: A Roadmap of the U.S. Experience*, „Economic Synopses” 2013a, nr 25, https://research.stlouisfed.org/publications/es/13/ES_25_2013-09-10.pdf (data dostępu 24.04.2016).
- Contessi, S., Li, L., *Forward Guidance 101B: A Roadmap of the International Experience*, „Economic Synopses” 2013b, nr 28, https://research.stlouisfed.org/publications/es/13/ES_28_2013-10-16.pdf (data dostępu 24.04.2016).
- European Central Bank, *ECB announces expanded asset purchase programme*, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html (data dostępu 7.05.2016).
- European Central Bank, *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html> (data dostępu 7.05.2016).

- European Central Bank, *Key ECB interest rates*, <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> (data dostępu 7.05.2016).
- European Central Bank, *Monetary policy decisions*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html> (data dostępu 8.05.2016).
- European Central Bank, *Monthly Bulletin April 2014*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201404en.pdf> (data dostępu 11.02.2016).
- European Central Bank, *Oświadczenie wstępne na konferencji prasowej*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160421.pl.html> (data dostępu 9.05.2016).
- European Central Bank, *The ECB's fight against low inflation: reasons and consequences*. Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB, at Luiss School of European Political Economy, Rome, 4 April 2016, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160404.en.html> (data dostępu 7.05.2016).
- Goodfriend, M., King, R.G., *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*. The Federal Reserve Bank of Richmond. Working Paper Series, WP 98-05, Richmond 1998.
- International Monetary Fund, *Unconventional Monetary policies – recent Experience and Prospects*, 18 April 2013, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf> (data dostępu 7.05.2016).
- Issing, O., *Forward Guidance: A New Challenge for Central Banks*. SAFE, White Paper Series 2014, No. 16, http://safe-frankfurt.de/uploads/media/Issing_Forward_Guidance.pdf (data dostępu 24.04.2016).
- King, M., *Twenty years of inflation targeting*. Text of the Stamp Memorial Lecture by Mr Merwyn King, Governor of the Bank of England, London School of Economics, London, 9 October 2012, <http://www.bis.org/review/r121010f.pdf> (data dostępu 24.04.2016).
- Smith, A.L., Becker, T., *Has Forward Guidance Been Effective?*, „Economic Review” Third Quarter 2015, <https://www.kansascityfed.org/~/-/media/files/publicat/econrev/econrevarchive/2015/3q15smithbecker.pdf> (data dostępu 7.05.2016).
- Svensson, L.E.O., *Flexible inflation targeting – lessons from the financial crisis*. Speech by Mr Lars E.O. Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the workshop „Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis”, organized by the Netherlands Bank, Amsterdam, 21 September 2009, <http://www.bis.org/review/r090923d.pdf> (data dostępu 27.04.2016).
- Svensson, L.E.O., *Forward Guidance in Theory and Practice: The Swedish Experience*, 2013, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.645.2237&rep=rep1&type=pdf> (data dostępu 27.04.2016).
- Svensson, L.E.O., *Forward Guidance*, „International Journal of Central Banking”, September 2015, <http://www.ijcb.org/journal/ijcb15q4a1.pdf> (data dostępu 24.04.2016).
- Woodford, M., *Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis*, „American Economic Journal: Macroeconomics” 2009, nr 1.
- Yellen, J.L., *Revolution and Evolution in Central Bank Communications*. Remarks by J.L. Yellen Vice Chair Board of Governors of the Federal Reserve System at Haas School of Business, University of California, Berkeley, California, 13 November 2012, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20121113a.htm> (data dostępu 11.02.2016).

Słowa kluczowe: System Rezerwy Federalnej, Europejski Bank Centralny, wzrost gospodarczy

Forward Guidance as a Tool of Monetary Policy

Summary

Forward guidance plays, together with quantitative easing, a key role in the unconventional monetary policy system, applied in developed countries (in United States and Eurozone) during last couple of years, to overcome aftermath of 2007+ financial crisis. The aim of this paper is an analysis and evaluation of the essence and the role of forward guidance as a tool of promoting economic growth in the context of realized there inflation targeting strategy as well as to justify the thesis that potential of forward guidance is running low already and developed countries stand against the need of looking for the new tools and means of recovery accommodation.

Keywords: Federal Reserve System, European Central Bank, economic growth