



Aleksandra Nocoń

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
aleksandra.nocon@ue.katowice.pl

NOWE NARZĘDZIE W POLITYCE INFORMACYJNEJ WSPÓŁCZESNYCH BANKÓW CENTRALNYCH

Streszczenie: Polityka informacyjna uznawana jest za jeden z kluczowych działań banków centralnych. Pierwotnie stanowiła istotne wsparcie realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W ostatnich latach – po wybuchu globalnego kryzysu finansowego – znaczenie polityki informacyjnej wzrosło. Wyodrębniono nowe narzędzie komunikacji władz monetarnych – *forward guidance*, które stało się jednym z niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Celem głównym opracowania stała się zatem identyfikacja założeń nowego narzędzia wykorzystywanego w polityce informacyjnej współczesnych banków centralnych – polityki *forward guidance*, będącej jednym z głównych komponentów systemu komunikacji współczesnych władz monetarnych z otoczeniem. Przesłanką podjęcia niniejszej problematyki jest fakt, iż w dokonującym się procesie normalizacji współczesnej polityki pieniężnej polityka informacyjna nabiera szczególnego znaczenia, gdyż sprzyja podtrzymaniu pozytywnych efektów niekonwencjonalnej polityki monetarnej oraz zwiększeniu skuteczności działań normalizujących.

Słowa kluczowe: polityka informacyjna, *forward guidance*, system komunikacji banku centralnego.

JEL Classification: E52, E58.

Wprowadzenie

Minęła niemal dekada, odkąd banki centralne w obliczu globalnego kryzysu finansowego podjęły się niekonwencjonalnych interwencji. Koniec pierwszego dziesięciolecia XXI w. zapoczątkował nowy okres w bankowości centralnej – czas niestandardowych i nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej, wykorzystywanych w niespotykanych dotąd skali i zakresie. Inicjatywy władz monetarnych, podjęte w reakcji na rozprzestrzeniającą się niestabilność global-

nej gospodarki światowej, obejmowały bezprecedensowe działania, które doprowadziły do obniżenia poziomu stóp procentowych do historycznie niskich (zerowych, a w niektórych przypadkach nawet ujemnych) poziomów, ogromnej ekspansji bilansów banków centralnych oraz zmian w ich systemie komunikacji z otoczeniem. Niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej stały się jednocześnie fundamentem ożywionej dyskusji zarówno ich zwolenników, jak i przeciwników o dalsze losy i kształt bankowości centralnej.

Problem przywrócenia tradycyjnej polityki pieniężnej jest tym bardziej skomplikowany i niejednoznaczny, że do 2017 r. banki centralne wciąż nie wycofały się z niestandardowych instrumentów oraz nie powróciły do procedur i strategii stosowanych przed globalnym kryzysem finansowym. Nie tylko jednak polityka monetarna, ale także polityka gospodarcza wielu krajów rozwiniętych nie zakończyły niekonwencjonalnych działań podjętych po 2008 r. Rynki finansowe wciąż bowiem nie funkcjonują w sposób prawidłowy, a stopy procentowe w wielu krajach nadal utrzymywane są na niemal zerowym poziomie. Można zatem domniemywać, iż jeżeli niemal dekadę po wybuchu kryzysu bankowość centralna nie powróciła do dawnego kształtu (tzw. *old normal*), to z czasem zmiany te będzie niezwykle trudno odwrócić. Bardziej prawdopodobne wydaje się, iż będziemy mieli do czynienia z powstaniem nowej rzeczywistości w polityce pieniężnej, określanej w literaturze jako *new normal* – a więc nowych ram w bankowości centralnej.

Kiedy gospodarka powraca do normalności, najistotniejsze znaczenie mają więc decyzje i działania banku centralnego. Polityka pieniężna władz monetarnych – dotychczas skrajnie akomodacyjna, prowadzona w sposób nadzwyczajny, musi nabrać nowego kształtu. W tym ujęciu szczególnego znaczenia nabiera polityka informacyjna, będąca narzędziem komunikowania o działaniach i inicjatywach władz monetarnych. Sprzyja przejrzystości i wiarygodności banków centralnych, jak również może przyczyniać się do ograniczenia ryzyka wystąpienia podobnej destabilizacji w przyszłości oraz ograniczenia efektu zarażania.

Celem głównym opracowania stała się zatem identyfikacja założeń nowego narzędzia wykorzystywanego w polityce informacyjnej współczesnych banków centralnych – polityki *forward guidance*, będącej jednym z głównych komponentów systemu komunikacji współczesnych władz monetarnych z otoczeniem. Przesłanką podjęcia niniejszej problematyki jest fakt, iż w dokonującym się procesie normalizacji współczesnej polityki pieniężnej polityka informacyjna nabiera szczególnego znaczenia, gdyż sprzyja podtrzymaniu pozytywnych efektów niekonwencjonalnej polityki monetarnej oraz zwiększeniu skuteczności działań normalizujących.

1. System komunikacji w polityce monetarnej

Właściwe funkcjonowanie współczesnych gospodarek w znacznym stopniu uzależnione jest od szybkiego i sprawnego przepływu informacji pomiędzy uczestnikami gry rynkowej. Komunikacja jest procesem precyzyjnej transmisji informacji, która pozwala na modyfikowanie postaw, zasobów wiedzy, a co za tym idzie, wywołanie określonych reakcji przez odbiorców formułowanego przekazu. Podobnie jak w życiu społecznym, zjawisko to pełni również istotną funkcję w systemie finansowym, w którym zasadnicze miejsce zajmuje bank centralny [Sotomska-Krzysztofik, Szczepańska, 2006, s. 1]. Należy przy tym zauważyć, że komunikacja z rynkiem i zachowanie transparentności działań władz monetarnych nie zawsze traktowane były jako potrzebne, a nawet pożądane. Jeszcze do końca lat 90. w polityce pieniężnej dominowało założenie, że pełna przejrzystość paraliżuje skuteczne funkcjonowanie banku centralnego, a jego intencje nie powinny być w pełni ujawnione. Teoria ta oparta była na przekonaniu, że oddziaływanie banku centralnego na gospodarkę możliwe jest tylko poprzez nieoczekiwaną zmianę podaży pieniądza, a dostęp do informacji prowadzi do powstawania presji politycznych w zakresie krótkoterminowej wymienności pomiędzy inflacją a zatrudnieniem, skutkiem czego może być wzrost inflacji w długiej perspektywie [Wesołowski, Żuk, 2011, s. 2]. Dopiero przyjęcie przez banki centralne strategii bezpośredniego celu inflacyjnego doprowadziło do rozwoju koncepcji aktywnej polityki informacyjnej. Publiczne ogłoszenie wyraźnego poziomu zamierzonej inflacji stało się bowiem formą umowy społecznej, będącej zarazem zobowiązaniem banku centralnego do jej realizacji [Faust, Svensson, 1998, s. 24]. Nowe wyzwanie wymagało więc wprowadzenia instrumentów pozwalających kształtować oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych i tym samym zwiększać szansę osiągnięcia sformułowanego celu [Pyka, Nocoń, Cichorska, 2016, s. 114-115].

Globalny kryzys finansowy ujawnił, iż niezwykle istotne znaczenie w stabilizowaniu warunków rynkowych odgrywa przejrzystość działania władz monetarnych. Dlatego też poza dotychczasowymi instrumentami łączności z otoczeniem, a mianowicie:

- raportami o inflacji,
- bieżącymi komunikatami na stronie internetowej,
- wypowiedziami przedstawicieli banku centralnego¹,

¹ Kierownictwo banków centralnych skorzystało w procesie komunikacji z uczestnictwem w konferencjach tematycznych i debatach organizowanych przez środowiska akademickie czy organi-

– sprawozdaniami bądź raportami z posiedzenia organów decyzyjnych (*minutes*)²,
– publikacjami wyników głosowań organów decyzyjnych³,
banki centralne w ostatnich latach podjęły nowe sposoby komunikacji z interesariuszami. Miały one na celu – z jednej strony – realizację funkcji prewencyjnych, a więc przeciwdziałania nowym niepożądanym czynnikom, które mogą sprzyjać narastaniu niestabilności, a z drugiej – ograniczenie skutków rozprzestrzeniającej się destabilizacji.

Dotychczasowe doświadczenia w zakresie wykorzystania przez banki centralne kanału komunikacyjnego w polityce monetarnej wskazują zatem możliwość wykorzystania dwóch odmiennych modeli komunikacji z odbiorcami:

- model *ex ante*,
- model *ex post*.

W modelu *ex ante* działania komunikacyjne banku centralnego podejmowane są nawet w okresach stabilności systemu finansowego. Władza monetarna regularnie wykorzystuje narzędzia komunikacji, minimalizując tym samym stopień asymetrii informacji oraz pozwalając uczestnikom rynku finansowego lepiej rozumieć i przewidywać podejmowane przez nie działania. Model *ex post* odnosi się natomiast do aktywności podjętej w warunkach zagrożenia bezpieczeństwa systemu finansowego. Bank centralny, kierując się wówczas chęcią utrzymania stabilności na rynku finansowym, ogranicza dystrybucję informacji o rzeczywistych warunkach gospodarowania. Wiedza na temat przesłanek podję-

zacje pozarządowe. Bezpośrednie spotkania z odbiorcą uznano za właściwą, najbardziej medialną formę komunikacji. Czytelność przekazu, możliwość dostosowania treści, języka i poziomu szczegółowości do gromadzonego audytorium, ale także częstotliwość wystąpień publicznych stały się ważnym źródłem informacji o podejściu banku centralnego do realizacji swoich celów i powodów podejmowanych decyzji. Szczególną rolę w wykorzystaniu wystąpień publicznych na funkcjonowanie globalnych rynków finansowych odegrała Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych. Ze względu na skalę i siłę oddziaływania wypowiedzi członków FOMC (*Federal Open Market Committee*) decydowały niejednokrotnie o kierunku globalnych przepływów kapitałowych.

² Ważnym narzędziem komunikacji banków centralnych skoncentrowanych na kontroli celu inflacyjnego stało się również rejestrowanie i udostępnianie szerszej publiczności dyskusji prowadzonych podczas posiedzenia organów decyzyjnych (*minutes*). Ich publikacja pozwala zapoznać się z argumentacją zgłaszaną za bądź przeciwko zmianom stóp procentowych. Opinie wyrażane podczas posiedzeń prezentuje się zazwyczaj bezosobowo, tak aby zapewnić elastyczność rozmowy i uniknąć sytuacji podejmowania rzeczywistych decyzji przed posiedzeniem organu stanowiącego.

³ Banki centralne w swej polityce komunikacyjnej, jako narzędzia realizacji celu inflacyjnego, zastosowały również publikacje wyników głosowań organów decyzyjnych. Przyjęły jedną z dwóch możliwości ich ogłaszania. Pierwsza z nich polega na publikacji imiennej (np. Polska, Chile, Wielka Brytania), druga zbiorczej, w której podaje się wyłącznie stosunek głosów oddanych za i przeciw (np. Brazylia).

tych inicjatyw ujawniana zostaje dopiero po zażegnaniu niebezpieczeństwa, co pozwala na zachowanie ciągłości w budowaniu wiarygodności i zaufania rynku finansowego do banku centralnego [Pyka, Nocoń, Cichorska, 2016, s. 119-120].

Tuż po wybuchu globalnego kryzysu finansowego ważnym narzędziem komunikacji banków centralnych stały się raporty o stabilności systemu finansowego (*financial stability reports*). Stanowią one dość specyficzne narzędzie komunikacji władzy monetarnej. Banki centralne, odpowiedzialne za stabilność finansową jako dobro publiczne, uznały, że tym sposobem wyrażają swą gotowość do wspierania stabilności systemu finansowego. Bezpośrednio natomiast angażowały się w kontrolę celu inflacyjnego, zapisanego w swoich strategiach. W raportach o stabilności finansowej władze monetarne prezentują aktualne i najbardziej prawdopodobne zagrożenia dla stabilności systemu finansowego oraz wskazują działania, które mogą stwarzać ryzyko pokusy nadużycia, wpływając w ten sposób – poprzez perswazję moralną (*moral suasion*) – na zachowania instytucji bankowych.

2. *Forward guidance* jako nowe narzędzie komunikacji banku centralnego

Wobec braku oczekiwanych efektów niekonwencjonalnej polityki monetarnej banki centralne poszukiwały alternatywnych form stabilizowania systemu finansowego i stymulowania gospodarki światowej. Nowym rozwiązaniem stało się prowadzenie rozszerzonej polityki informacyjnej dotyczącej stóp procentowych, określanej *forward guidance* (bądź też *forward commitment*⁴). Ideą *forward guidance* jest publikowanie ścieżki stóp procentowych w horyzoncie czasowym przekraczającym najbliższe posiedzenia organu decyzyjnego [NBP, 2013, s. 41]. Zasadniczym celem stosowania takiego narzędzia jest utrzymywanie stóp na niskim poziomie, które poprzez zakotwiczenie średniookresowych oczekiwań społeczeństwa powinno przyczynić się ostatecznie do wzrostu konsumpcji i ożywienia gospodarki [Pyka, Nocoń, Cichorska, 2016, s. 120]. Instrument ten dotyczy przede wszystkim prawdopodobnego kształtowania się podstawowych stóp procentowych w przyszłości, ale może też dotyczyć innych parametrów polityki pieniężnej (np. skali luzowania ilościowego).

⁴ Bardziej powszechne stało się jednak określenie *forward guidance*.

Forward guidance może przyjmować charakter [NBP, 2013, s. 41-42; Carre, 2005, s. 35]:

- a) jakościowy (*qualitative*) – bank centralny definiuje okres, przez który zamierza prowadzić określoną politykę pieniężną (np. „przez znaczny okres”, „przez dłuższy okres”); z jednej strony zapewnia to władzy monetarnej znaczną elastyczność działania w reakcji na nieprzewidziane zmiany w gospodarce, a z drugiej – pozostawia duże pole do interpretacji, przez co jego wartość informacyjna może być niewielka;
- b) czasowy, inaczej na czas określony (*calendar-based*) – bank centralny wskazuje datę, do której prawdopodobnie utrzyma bieżący poziom stóp procentowych (np. „przynajmniej do połowy 2019 r.”); jest to stosunkowo jednoznaczna i prosta w interpretacji forma, jednakże wobec zmiany sytuacji gospodarczej może podważać wiarygodność komunikacji banku centralnego;
- c) progowy, inaczej warunkowy (*threshold-based*) – bank centralny wskazuje warunki ekonomiczne, które muszą być spełnione, aby zmiana stóp procentowych była zasadna lub uzasadnione byłoby jej rozważenie; warunkowy *forward guidance* adresowany jest głównie do odbiorców, którzy wiedzą, jak kształtują się bieżące zmienne ekonomiczne i w jakim kierunku będą się zmieniać, dlatego też jest on trudniejszy w interpretacji dla otoczenia w porównaniu z czasowym *forward guidance*.

Dodatkowo Europejski Bank Centralny dzieli politykę *forward guidance* na cztery rodzaje [EBC, 2014, s. 68-69]:

- 1) czysto jakościowe *forward guidance* (*pure qualitative forward guidance*), mające dość ogólny charakter i stanowiące jedynie ramowe określenie kierunku przyszłej polityki pieniężnej;
- 2) jakościowe *forward guidance* (określające makroekonomiczne uwarunkowania deklarowanych zamierzeń polityki pieniężnej; *qualitative forward guidance conditional on a narrative*);
- 3) kalendarzowe *forward guidance* (*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 osiągnięciem przez gospodarkę konkretnych celów makroekonomicznych (np. określonego poziomu inflacji i bezrobocia).

3. Polityka *forward guidance* po globalnym kryzysie finansowym

Jako pierwszy instrument *forward guidance* zastosował System Rezerwy Federalnej [Cordemans, Ide, 2014, s. 30]. Tuż po wybuchu globalnego kryzysu finansowego (16 grudnia 2008 r.) Federalny Komitet ds. Operacji Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee*, FOMC) amerykańskiego banku centralnego ogłosił, że „niska aktywność gospodarcza powoduje, iż stopy procentowe powinny pozostać na niskim poziomie” (jakościowe *forward guidance*). Pogląd ten utrzymywał do listopada 2009 r. Po dwóch latach – w sierpniu 2011 r. System Rezerwy Federalnej zamienił jakościowy *forward guidance* na czasowy *forward guidance*. Argumentowano wówczas, iż „biorąc pod uwagę sytuację ekonomiczną – niskie wykorzystanie zasobów oraz perspektywę niskiej inflacji w średnim terminie – usprawiedliwione będzie utrzymanie wyjątkowo niskich stóp procentowych przynajmniej do połowy 2013 roku”. Tak odległa perspektywa pozostawienia stóp procentowych na niemal zerowym poziomie spowodowała istotne konsekwencje na rynkach finansowych. Podstawowy indeks amerykańskiej giełdy wzrósł o 4,7%, oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych spadło o 7 punktów bazowych, a wartość dolara obniżyła się o 1,4% w stosunku do euro. Następnie w styczniu 2012 r. horyzont czasowy dotyczący kontynuowania polityki niskich stóp procentowych został wydłużony przynajmniej do końca 2014 r., a we wrześniu 2012 r. – do połowy 2015 r. Tym samym celem komunikatów FED stało się zapewnienie, iż koszt pieniądza w perspektywie ponad 2 lat będzie niezmienny.

Kolejnym etapem modyfikacji *forward guidance* Systemu Rezerwy Federalnej było wprowadzenie warunku progowego. W grudniu 2012 r. ogłoszono, iż podstawowa stopa procentowa (*Federal Funds Rate*) pozostanie niezmienną w przedziale od 0% do 0,25% do momentu, gdy stopa bezrobocia nie spadnie poniżej 6,5% oraz oczekiwana inflacja w perspektywie 1-2-letniej nie przekroczy poziomu 2,5%. Jednocześnie osiągnięcie powyższych wartości progowych nie oznaczało automatycznego podwyższenia poziomu stóp procentowych, a jedynie warunek, przy którym owa podwyżka jest możliwa. *Forward guidance* ze swej istoty nie jest bowiem wprost zobowiązaniem banku centralnego do przeprowadzenia pewnych działań, a jedynie formą komunikacji, która ma na celu ukształtowanie określonych oczekiwań. Działania FED-u miały na celu zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań podmiotów gospodarczych dotyczących stóp procentowych na niskim poziomie, co pośrednio miało wpłynąć na wzrost inwestycji i konsumpcji, a finalnie – oddziaływać w kierunku

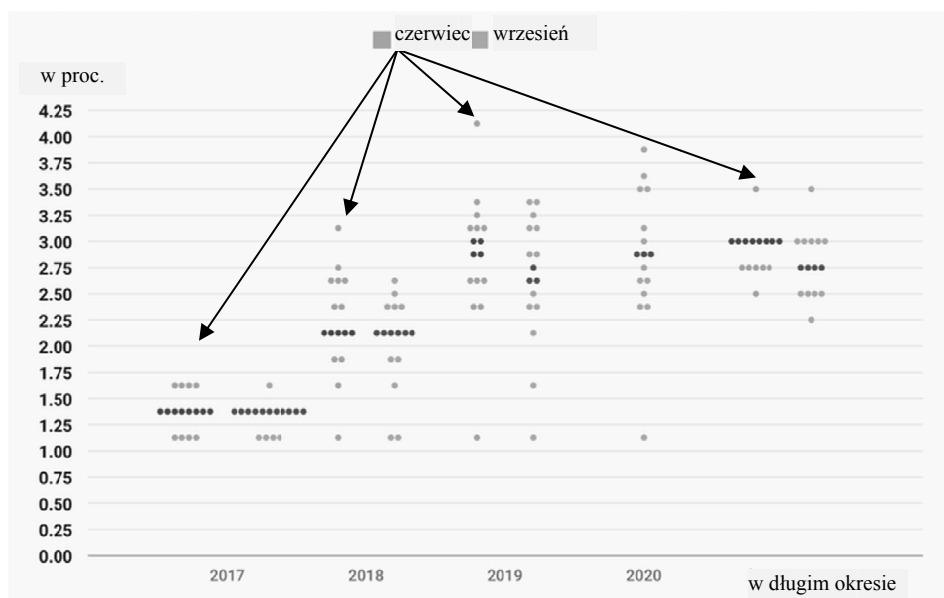
ożywienia gospodarczego. Efektywność *forward guidance* jest albowiem silnie uzależniona od zrozumienia przez otoczenie zamiarów banku centralnego oraz wiarygodności tych zamiarów.

We wrześniu 2013 r. FED wskazał, iż *forward guidance* stanie się ważnym instrumentem w procesie normalizacji jego polityki pieniężnej. Normalizacja – w ogólnym ujęciu – jest procesem powrotu do tradycyjnej polityki pieniężnej. Najczęściej utożsamiana jest z przywróceniem stanu polityki monetarnej sprzed globalnego kryzysu finansowego [Nocoń, 2018, s. 7]. Uznano bowiem, iż w ramach normalizacji – obok podwyżki stóp procentowych oraz ograniczenia wielkości bilansu – bank centralny podejmie próbę wzmocnienia swojego systemu komunikacji z otoczeniem, który może sprzyjać zwiększeniu efektywności działań normalizujących [Crescenzi, 2013]. Tym samym zapewnił, iż większy nacisk położony zostanie na jasne i klarowne informacje przekazywane otoczeniu.

W ciągu ostatniej dekady System Rezerwy Federalnej znacznie rozszerzył więc swój system komunikacji z otoczeniem. Jasnej i przejrzystej komunikacji sprzyjały [Cordemans, Ide, 2014, s. 38]:

- ogłaszanie prognoz ekonomicznych członków FOMC,
- dostęp do protokołów z posiedzenia FOMC,
- publikowanie komunikatów na temat polityki pieniężnej po każdym spotkaniu członków FOMC,
- organizacja konferencji prasowych po każdym spotkaniu członków FOMC,
- możliwość dyskusji z członkami FOMC po każdym ich spotkaniu.

W kontekście nowego podejścia w polityce pieniężnej amerykańskiego banku centralnego szczególnie istotne są również dwa elementy jego strategii komunikacyjnej: publikacja ścieżki stóp procentowych, oczekiwanych przez poszczególnych członków FOMC oraz publikacja założeń normalizacji. Prognozy członków FOMC na temat ścieżki stóp procentowych są podawane cztery razy do roku, począwszy od pierwszego kwartału 2012 r. (por. rys. 1) wraz z prognozami dla niektórych zmiennych makroekonomicznych, tj. inflacji, realnego wzrostu PKB oraz bezrobocia. Jest to niezwykle cenna informacja dla rynków finansowych na temat tego, kiedy FED zakłada podwyższenie poziomu podstawowych stóp procentowych oraz jakie będzie tempo tych zmian.



Rys. 1. Oczekiwania członków FOMC na temat ścieżki podstawowej stopy procentowej – *Federal Funds Rate* (w %) – wykres kropkowy (*dot plot*)

Źródło: [www 1].

Już na początku publicznego ogłaszania oczekiwań co do kształtowania się stóp procentowych w przyszłości członkowie FED-u wskazywali na spodziewane podwyżki w 2015 i 2016 r., co miało swoje potwierdzenie w rzeczywistych wzrostach poziomu stóp procentowych – odpowiednio w grudniu 2015 r. oraz w grudniu 2016 r. Z kolei w odniesieniu do tempa podwyżek podkreślano, iż poziom stóp procentowych jeszcze długo pozostanie znacznie poniżej poziomu uznawanego za normalny w dłuższej perspektywie, pomimo iż stopa inflacji oraz stopa bezrobocia osiągną wartości zbliżone do poziomów pożądaných przez bank centralny. Tym samym poprzez *forward guidance* System Rezerwy Federalnej wskazywał, iż proces normalizacji będzie stopniowy i długofalowy.

Również Europejski Bank Centralny w prowadzonej polityce monetarnej wykorzystuje narzędzie *forward guidance* przede wszystkim w formie jakościowej. W lipcu 2013 r. EBC ogłosił, iż „Rada Zarządzająca oczekuje, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy okres” [Draghi, 2013]. Z kolei Bank Anglii w sierpniu 2013 r. określił, iż „Komitet Polityki Pieniężnej nie zamierza podwyższyć stopy banku centralnego z obecnego poziomu 0,5% przynajmniej do czasu, gdy stopa bezrobocia z Badania Rynku Pracy nie obniży się poniżej granicy 7%” [Bank of En-

gland, 2013a] (warunkowy *forward guidance*). Bank Anglii wskazał także, że zapowiedź powiązania poziomu stopy banku centralnego i skali zakupu aktywów z ogłoszoną wartością graniczną dla stopy bezrobocia przestanie obowiązywać, jeśli zajdzie którykolwiek z następujących trzech warunków (*knockouts*):

- w opinii Komitetu Polityki Pieniężnej będzie bardziej niż mniej prawdopodobne, że inflacja w horyzoncie 18-24 miesięcy będzie przekraczała o 0,5 p.p. lub więcej;
- cel inflacyjny określony będzie na poziomie 2%;
- średniookresowe oczekiwania inflacyjne przestaną być wystarczająco dobrze zakotwiczone.

Komitet ds. Polityki Finansowej (KPF) brytyjskiego banku centralnego ocenił bowiem, iż polityka pieniężna stwarza znaczące zagrożenie dla stabilności finansowej, które nie może być ograniczone przez wykorzystanie szerokiego zakresu instrumentów będących w dyspozycji KPF, Urzędu Praktyk Finansowych oraz Urzędu ds. Regulacji Ostrożnościowych, działających zgodnie ze swoim mandatem.

Dla Systemu Rezerwy Federalnej oraz dla wielu innych banków centralnych *forward guidance* stał się więc podstawowym instrumentem komunikacji w polityce monetarnej, a z punktu widzenia procesu normalizacji – także narzędziem przygotowującym otoczenie na realizację strategii wyjścia.

Podsumowanie

Badania empiryczne dotyczące *forward guidance* są na razie nieliczne i nie pozwalają sformułować jednoznacznych wniosków co do jego efektywności. Choć większość z nich wskazuje, że instrument ten wywiera wpływ na kształtowanie się oczekiwań dotyczących stóp procentowych, jednak szacowana skala tego wpływu jest w poszczególnych badaniach zróżnicowana [Bank of England, 2013b]. Wyniki prowadzonych analiz sygnalizują też, że wraz z wydłużaniem horyzontu *forward guidance* obniża się jego wiarygodność, co prawdopodobnie jest związane z rosnącą niepewnością dotyczącą przyszłych uwarunkowań gospodarczych, która zmniejsza trafność prognoz stanowiących przesłankę do ich sformułowania.

Z punktu widzenia normalizacji polityki pieniężnej ważnym aspektem jest również to, czy praktyka *forward guidance* zostanie utrzymana po jej zakończeniu, a więc czy *forward guidance* powinno stać się częścią tradycyjnej polityki pieniężnej. Na obecnym etapie nikt nie jest w stanie jednoznacznie na to pytanie

odpowiedzieć, jednak dominują poglądy, iż taka forma komunikacji banku centralnego z otoczeniem powinna zostać utrzymana. Oddziaływanie na oczekiwania dotyczące przyszłej polityki monetarnej mogą być bowiem skutecznym narzędziem realizacji bieżącej polityki. Co więcej, jeżeli bank centralny robi krok w stronę większej otwartości, to trudno będzie mu potem wrócić do pierwotnego kształtu. J.B. Taylor [2014, s. 89] wskazuje tym samym, iż *forward guidance* powinno stanowić część polityki monetarnej współczesnych banków centralnych, jednak nie w takim kształcie, jak praktykowane to było w ostatnich latach. Często zmieniające się, niespójne komunikaty powodują bowiem problemy dla samej polityki monetarnej. *Forward guidance* muszą być zgodne z zasadami oraz strategią banku centralnego. Komunikacja władz monetarnych musi być przejrzysta. W ten sposób *forward guidance* stanie się częścią procesu normalizacji.

Proces normalizacji, podobnie jak okres implementacji niekonwencjonalnych instrumentów, wymaga więc jasnej, przejrzystej komunikacji banku centralnego z otoczeniem. Skuteczna komunikacja stanowi jednak nie lada wyzwanie dla władz monetarnych, szczególnie na początku wdrażania założeń wyjścia (*exit strategies*). Nawet niewielkie zmiany w prowadzeniu polityki pieniężnej mogą bowiem zostać uznane przez uczestników rynku za sygnał o jej zacieśnieniu. Dlatego wszystkie działania oraz zmiany powinny być odpowiednio wcześniej podawane przez bank centralny do publicznej wiadomości. Precyzyjne wyjaśnienia intencji i zamierzeń władz monetarnych będą sprzyjały osiągnięciu celów procesu normalizacji.

Literatura

- Bank of England (2013a), *Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting Held on 31 July and 1 August 2013*, August 14; <https://www.bankofengland.co.uk/minutes/2013/monetary-policy-committee-august-2013> (dostęp: 24.09.2018).
- Bank of England (2013b), *Monetary Policy Trade-Offs and Forward Guidance*, sierpień.
- Carre E. (2005), *Central Bank Communication and the New Consensus*, Sciences Po Bordeaux, Université Montesquieu-Bordeaux IV, October; https://www.boeckler.de/pdf/v_2005_10_28_carre.pdf (dostęp: 24.09.2018).
- Cordemans N., Ide S. (2014), *Normalisation of Monetary Policies: Prospects and Divergencies*, "NBB Economic Review", December.
- Crescenzi T. (2013), *The New Normalization – of Fed Policy*, Global Central Bank Focus, October, <https://www.pimco.com/en-us/insights/economic-and-market-commentary/global-central-bank-focus/the-new-normalization-of-fed-policy> (dostęp: 02.05.2017).

- Draghi M. (2013), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, ECB, July 4; <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html> (dostęp: 24.09.2018).
- EBC (2014), *The EBC's Forward Guidance*, "EBC Monthly Bulletin" April.
- Faust J., Svensson L. (1998), *Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals*, "Working Paper", No. 6452, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- NBP (2013), *Raport o inflacji*, listopad.
- Nocoń A. (2018), *Normalization of Modern Monetary Policy*, Uni-edition GmbH, Berlin.
- Pyka I., Nocoń A., Cichorska J. (2016), *Nadzwyczajna polityka monetarna banków centralnych a stabilność sektora bankowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Sotomska-Krzysztofik P., Szczepańska O. (2006), *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, „Materiały i Studia NBP” styczeń, z. 200, Warszawa.
- Taylor J.B. (2014), *Re-Normalise, Don't New-Normalise Monetary Policy*, "Macroeconomic Review" October, s. 86-90.
- Wesołowski G., Żuk P. (2011), *Rola komunikacji banków centralnych z otoczeniem*, NBP, Instytut Ekonomiczny, Biuro Strategii Polityki Pieniężnej, Warszawa, 29 listopada.
- [www 1] <http://www.businessinsider.com/fed-dot-plot-december-2017-12?IR=T> (dostęp: 11.06.2018).

A NEW TOOL IN COMMUNICATION POLICY OF MODERN CENTRAL BANKS

Summary: Communication policy is considered as a one of the key central banks' activities. Originally, it was a significant support for implementation of flexible inflation targeting strategy. In recent years – after the outbreak of the global financial crisis – the importance of communication policy has increased. *Forward guidance* – a new communication tool for monetary authorities was identified, which has become one of the non-standard monetary policy instruments.

The main aim of the study was identification of the assumptions of the new tool, used in information policy of modern central banks – the *forward guidance* policy, defined as a one of the main components of the communication system of modern monetary authorities with their stakeholders. The premise for undertaking this issue is the fact that in the ongoing normalization process of modern monetary policy, information policy is particularly important because it supports maintaining the positive effects of unconventional monetary policy and increases the effectiveness of normalizing activities.

Keywords: central bank's communication system policy, *forward guidance*, communication system of a central bank.