

*Ilona Skibińska-Fabrowska**

FORWARD GUIDANCE JAKO INSTRUMENT POLITYKI PIENIĘŻNEJ – MOŻLIWOŚCI WYKORZYSTANIA

Wprowadzenie

Polityka komunikacyjna od wielu lat jest ważnym elementem działań banków centralnych. Początkowo była istotnym wsparciem realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Znaczenie komunikacji z otoczeniem rozumiały także banki centralne nierealizujące czystej strategii BCI, np. System Rezerwy Federalnej. Stopniowo w ramach szeroko rozumianej komunikacji wyodrębniono jej specyficzną formę, jaką jest *forward guidance*. Wraz z wybuchem kryzysu w 2008 r. na rynkach finansowych znaczenie polityki informacyjnej wzrosło. W warunkach zerowych stóp procentowych zasada *forward guidance* stała się jednym z niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. Celem artykułu jest dokonanie analizy warunków stosowania i osiągniętych efektów polityki *forward guidance*, pozwalającej sformułować wnioski dotyczące możliwości wykorzystania *forward guidance* w przyszłości.

Opracowanie składa się z trzech części. W pierwszej przedstawiono zadania, jakie wypełniała polityka komunikacyjna, a przede wszystkim *forward guidance*, przed wybuchem kryzysu. W części drugiej omówiono przykłady zastosowania polityki *forward guidance* w warunkach zaburzeń na rynkach finansowych oraz osiągnięte skutki przedstawionych działań. W końcowej części sformułowano wnioski dotyczące możliwości wykorzystania polityki *forward guidance* w przyszłości.

1. Polityka komunikacyjna jako element strategii polityki pieniężnej

Polityka komunikacyjna stała się przedmiotem szczególnego zainteresowania władz monetarnych wraz z upowszechnieniem się strategii bezpośredniego celu

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie.

inflacyjnego. Jednym z filarów, na których opiera się strategia BCI jest transparentność działań banku centralnego¹. Ta zaś wymaga zastosowania wybranych narzędzi komunikacji z otoczeniem². Dodatkowo należy zauważyć, że realizacja celu w postaci stabilizowania inflacji wymaga od banku centralnego kształtowania oczekiwań inflacyjnych oraz oczekiwań dotyczących przyszłej ścieżki stóp procentowych³. Stąd wypływa stwierdzenie, że podstawowym zadaniem polityki komunikacyjnej jest takie wpływanie na oczekiwania i podejmowane przez uczestników rynku decyzje, aby wspierać realizację podstawowego celu polityki pieniężnej⁴. Przed 2008 r. polityka komunikacyjna koncentrowała się na przekazywaniu przez władze monetarne informacji dotyczących:

- celu inflacyjnego, jego wielkości liczbowej, dopuszczalnego korytarza wahań, horyzontu czasowego, w jakim ma on zostać osiągnięty oraz wskaźnika inflacji, który stanowi punkt odniesienia dla celu,
- intencji w prowadzeniu polityki pieniężnej komunikowanych za pośrednictwem prognoz inflacji, bilansu różnych rodzajów ryzyka dla przyszłej inflacji, nastawienia polityki monetarnej, perspektyw inflacji wraz z danymi makroekonomicznymi, które są brane przez władze monetarne pod uwagę przy podejmowaniu decyzji z zakresu polityki pieniężnej⁵,
- podjętych decyzji z zakresu polityki pieniężnej, ich uzasadnienia oraz opisu dyskusji, jaka toczyła się wewnątrz kolegialnego ciała decyzyjnego przed podjęciem decyzji.

Specyficznym instrumentem komunikacji banku centralnego (mieszczącym się w grupie działań mających na celu komunikowanie intencji władz monetarnych) jest publikowanie ścieżki przyszłych stóp procentowych, czyli opinii na temat tego, jak w przyszłości będą się kształtowały krótkoterminowe stopy procentowe, pod warunkiem, że nie zmienią się warunki makroekonomiczne. Narzędzie to jest czasami określane mianem *forward guidance*, ze względu na nakierowanie na przyszłość, służące wpływowi na oczekiwania⁶. Ten typ przekazywania intencji stosują cztery banki

¹ Przy czym zakres transparentności nie jest określony i pozostaje uznaniową decyzją władz monetarnych.

² M. Szyszko, *Komunikacja banku centralnego z rynkiem a stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2012, nr 2, s. 161.

³ G. Wesołowski, P. Żuk, *Rola Komunikacji banków centralnych z otoczeniem*, www.nbp.pl, s. 2, dostęp 15.01.2015.

⁴ M. Rozkrut, *Polityka informacyjna banków centralnych*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 144.

⁵ M. Szyszko, op.cit., s. 163.

⁶ C.J.M. Kool, D.L. Thornton, *How Effective Is Central Bank Forward Guidance*, research.stlouisfed.org, s. 2–4, dostęp 30.12.2014.

centralne: Nowej Zelandii (najdłużej, bo od 1997 r.)⁷, Norwegii, Szwecji i Czech. Badania na temat efektów, jakie przynosi publikacja ścieżki stóp procentowych wskazują, że zmniejsza ona zmienność rynkowych stóp procentowych, czyli przynosi zamierzony skutek w postaci zakotwiczenia oczekiwań podmiotów rynkowych⁸. Ponadto publikacja ścieżki stóp procentowych zwiększa efektywność wyceny aktywów (w wyniku wpływania na oczekiwania dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych) oraz zwiększa możliwość wpływania przez władze monetarne na poziom długoterminowych stóp procentowych (podczas gdy standardowe instrumenty polityki pieniężnej wywierają wpływ bezpośredni na krótkoterminowe stopy)⁹. Obok efektów pozytywnych zastosowania *forward guidance* w literaturze wskazywane jest też ryzyko związane z tym narzędziem¹⁰. Po pierwsze, procedura dojścia do konsensusu w sprawie przyszłej ścieżki stóp procentowych przez kolegialny organ banku centralnego może się okazać niezwykle trudna i w praktyce niemożliwa do przeprowadzenia (choćby przeczą temu przykłady czterech banków publikujących takie informacje). Po drugie zaś, wskazuje się, że odbiorcy informacji mogą niewłaściwie zinterpretować jej warunkowy charakter, traktując ją jako zobowiązanie się władz monetarnych do podjęcia w przyszłości zadeklarowanych w prognozie decyzji. Z tego punktu widzenia wskazuje się, że znacznie bezpieczniejsze, a przy tym wystarczające z punktu widzenia założonych celów, jest dla banku centralnego publikowanie prognoz inflacji¹¹.

Na koniec rozważań o przedkryzysowej komunikacji banków centralnych z rynkiem należy tylko wspomnieć, że Narodowy Bank Polski także rozpoczął przygotowania do publikowania ścieżki stóp procentowych. Jednak mimo składanych w 2009 i 2010 r. deklaracji ostatecznie odstąpiono od tego zamiaru.

2. *Forward guidance* – niestandardowy instrument polityki pieniężnej

Po wybuchu kryzysu na rynkach finansowych w 2008 r. zmianie uległa rola polityki komunikacyjnej banków centralnych. Wobec osiągnięcia przez krótkoterminowe stopy procentowe poziomu zbliżonego do zera władze monetarne sięgnęły

⁷ G.A. Detmers, D. Nautz, *The Information Content of Central Bank Interest Rate Projections: Evidence from New Zealand*, www.rbnz.govt.nz, s. 1, dostęp 30.12.2014.

⁸ C.J.M. Kool, D.L. Thornton, op.cit., s. 24.

⁹ G.A. Detmers, D. Nautz, op.cit., s. 4–8.

¹⁰ G. Wesołowski, P. Żuk, op.cit., s. 4.

¹¹ M. Brzoza-Brzezina, *Korzyści z publikacji projekcji makroekonomicznych i ścieżki stóp procentowych w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 12, s. 8–10.

po niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej i zaczęły z mniejszym lub większym natężeniem prowadzić politykę luzowania ilościowego. W tej sytuacji poziom stopy procentowej banku centralnego stracił dla rynku walor informacyjny. Utrzymująca się przez dłuższy czas zła sytuacja gospodarcza rodziła w ocenie banków zagrożenie deflacyjne. Stąd pojawiła się konieczność zastosowania narzędzia intensywnie oddziałującego na poziom oczekiwań uczestników rynku. Instrumentem takim stało się stosowanie zasady *forward guidance*, która nieco zmieniła swoją formułę. Została ona zdefiniowana jako narzędzie wpływania na oczekiwania dotyczące horyzontu czasowego, w jakim będzie dalej prowadzona niezwykle luźna polityka pieniężna¹².

Tak rozumiana polityka *forward guidance* jest różnie klasyfikowana w zależności od sposobu formułowania komunikatów. Według ekonomistów Europejskiego Banku Centralnego występuje¹³:

- czysta, jakościowa zasada *forward guidance*. Jej specyfiką jest to, że w komunikacie nie są wskazane ani konkretne wielkości ekonomiczne, których osiągnięcie jest warunkiem zmian w polityce pieniężnej, ani żadne daty dokonania takich zmian. Jest ona prezentacją ogólnego kierunku prowadzenia polityki monetarnej w przyszłości (np. System Rezerwy Federalnej wskazywał, że akomodacyjna polityka pieniężna będzie prowadzona tak długo, jak będzie to konieczne),
- jakościowa polityka *forward guidance*, która uzależnia zmiany polityki pieniężnej od zmian wskazanych wielkości makroekonomicznych wyrażonych w sposób opisowy (np. Bank Japonii deklarował utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie do czasu rozwiązania problemu deflacji),
- *forward guidance* oparta na kalendarzu, wskazującym konkretną datę, do której polityka pieniężna nie ulegnie zmianie (np. Narodowy Bank Polski wskazywał, że stopy procentowe nie będą zmienione do końca III kwartału 2014 r.),
- oparta na wynikach zasada *forward guidance* wskazująca konkretne liczbowe poziomy wskaźników makroekonomicznych, których osiągnięcie będzie warunkowało zmianę stopy procentowej (np. Bank Anglii deklarował zmianę polityki pieniężnej po osiągnięciu przez stopę bezrobocia poziomu 7%).

Inną typologię stosuje Narodowy Bank Polski, wskazując na istnienie¹⁴:

- jakościowej zasady *forward guidance* opartej na ogólnym sformułowaniu pozostawiającym dużą swobodę interpretacji intencji władz monetarnych,
- *forward guidance* na czas określony, z podaniem konkretnej daty, co nie budzi wątpliwości interpretacyjnych, ale jest dość ryzykowne z punktu widzenia utrzymania

¹² Raport o inflacji. Listopad 2013, NBP, Warszawa 2013, s. 41.

¹³ *The ECB's Forward Guidance*, "ECB Monthly Bulletin" April 2014, s. 68–69.

¹⁴ *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*, red. W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała, J. Niedźwiedzińska, E. Skrzyszewska-Paczek, E. Stawasz, G. Wesołowski, P. Żuk, NBP, Warszawa 2014, s. 32–33.

przez bank centralny reputacji. Zmiana warunków ekonomicznych może wpłynąć na zmianę terminu modyfikacji polityki pieniężnej, co przez uczestników rynku może być odczytane jako brak wiarygodności banku,

- warunkowej zasady *forward guidance*, uzależniającej zmianę polityki pieniężnej od zajścia określonych zdarzeń w gospodarce. Z punktu widzenia zarówno banku centralnego, jak i uczestników rynku, ten rodzaj komunikatu jest najczytelniejszy, ale problemem może być właściwe określenie poziomu wybranych wskaźników makroekonomicznych (oraz sam wybór wskaźników¹⁵).

Jak wspomniano powyżej, wyczerpanie się możliwości stosowania w warunkach kryzysu standardowych instrumentów polityki pieniężnej skłoniło banki centralne do sięgnięcia po *forward guidance*. W tabeli 1 zaprezentowane zostały informacje na temat sposobu komunikacji przyszłej polityki pieniężnej prowadzonej przez wybrane banki centralne.

Tabela 1. Zasada *forward guidance* stosowana przez wybrane banki centralne w latach 2008–2014

Bank centralny	Rodzaj <i>forward guidance</i>	Treść komunikatu
System Rezerwy Federalnej	Jakościowy (w latach 2008–2009)	Akomodacyjna polityka pieniężna będzie prowadzona tak długo, jak będzie to konieczne.
System Rezerwy Federalnej	Oparty na wynikach (od 2012)	Stopa procentowa zostanie utrzymana w przedziale od 0 do 1,4%, do czasu gdy: – stopa bezrobocia w gospodarce amerykańskiej nie spadnie poniżej 6,5%, – średnioterminowa prognoza inflacji nie będzie wyższa niż 0,5 p.p. od średniookresowego celu inflacyjnego, – oczekiwania inflacyjne nie będą dobrze zakotwiczone.
Bank Anglii	Oparty na wynikach/jakościowy	Stopa procentowa pozostanie niezmienną do czasu spadku stopy bezrobocia poniżej 7% oraz braku ryzyka dla poziomu inflacji i dla stabilności finansowej.
Europejski Bank Centralny	Jakościowy	Stopy procentowe pozostaną na obecnym niskim poziomie przez dłuższy czas.
Bank Japonii	Jakościowy	Bank będzie kontynuował politykę luzowania ilościowego do czasu osiągnięcia założonego celu inflacyjnego w warunkach stabilnej gospodarki.
Narodowy Bank Polski	Na czas określony	Stopy procentowe banku centralnego powinny pozostać niezmienną do końca trzeciego kwartału br. (komunikat z początku 2014 r.).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf; <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/index.en.html>; http://www.federalreserve.gov/faqs/money_19277.htm; <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/forwardguidance.aspx>.

¹⁵ Bank of England, *Monetary Policy Trade-Offs and Forward Guidance*, Londyn 2013, s. 6.

Zaprezentowane zestawienie wskazuje na dużą różnorodność i zmienność w podejściu do stosowania *forward guidance*. Jest to wynikiem po części gromadzenia doświadczeń i prowadzonych badań. Można na tej podstawie wyciągnąć wnioski o różnym stopniu przydatności poszczególnych sposobów komunikacji, a także o różnych zagrożeniach i korzyściach z nimi związanych.

Wśród zalet stosowania wszystkich rodzajów *forward guidance* wskazywany jest wzrost przejrzystości działań władz monetarnych¹⁶. Wpływa to na wzrost przewidywalności decyzji banku centralnego i zmniejszenie niepewności na rynku. Władze monetarne uzyskują w ten sposób większy wpływ na decyzje podejmowane przez uczestników rynku¹⁷. Ponadto *forward guidance* w warunkach osiągnięcia przez krótkoterminowe stopy procentowe poziomu zbliżonego do zera daje możliwość oddziaływania na długoterminowe stopy procentowe¹⁸. Aby możliwe było wykorzystanie wskazanych potencjalnych korzyści z zastosowania *forward guidance*, konieczne jest jednak równoczesne spełnienie trzech warunków¹⁹. Po pierwsze, komunikat musi być przez uczestników rynku odczytywany jako wiarygodne zobowiązanie ze strony banku centralnego. Innymi słowy, rynek musi być przekonany, że władze monetarne są zdeterminowane do wywiązania się z przyjętej deklaracji. Po drugie, informacja na temat przyszłości musi być przekazana w jasny i zrozumiały sposób. Klarowność przekazu obejmuje również wyjaśnienie uwarunkowań makroekonomicznych wpływających na przyszłą politykę pieniężną. I wreszcie, komunikat przekazany przez bank centralny musi zostać zinterpretowany zgodnie z intencjami władz monetarnych.

Stosowanie *forward guidance* pociąga też za sobą pewne koszty i ryzyko. Dotyczą one:

- rozminięcia się oczekiwań rynku z komunikatem banku centralnego. Jeżeli horyzont czasowy utrzymywania dotychczasowej polityki pieniężnej zakreślony przez władze monetarne jest dłuższy niż przewidywania rynku, może to zostać odczytane jako wyraz gorszych perspektyw dla gospodarki i wywołać efekt odwrotny od zamierzonego²⁰,
- oparcia *forward guidance* na wskaźnikach makroekonomicznych (np. na poziomie stopy bezrobocia), które może w uczestnikach rynku rodzić przekonanie, że bank centralny zrezygnował z celu w postaci stabilizowania poziomu inflacji

¹⁶ B. Bernanke, *Communication and Monetary Policy*, s. 1–6, www.federalreserve.gov, dostęp 30.12.2014.

¹⁷ C.E. Walsh, *Announcements and the Role of Policy Guidance*, s. 578–581, research.stlouisfed.org, dostęp 30.12.2014.

¹⁸ E.S. Rosengren, *Monetary Policy and Forward Guidance*, s. 3–4, ideas.repec.org, dostęp 15.12.2014.

¹⁹ A. Filardo, B. Hofman, *Forward Guidance at the Zero Lower Bound*, s. 38–40, www.bis.org, dostęp 30.12.2014.

²⁰ M. Woodford, *Forward Guidance By Inflation-Targeting Central Banks*, "Columbia University Discussion Papers" 2013, No. 1314–15, New York, s. 5–7.

na rzecz realizacji innych zadań. Taka sytuacja może znaleźć odzwierciedlenie we wzroście poziomu oczekiwań inflacyjnych i zakotwiczeniu ich powyżej celu, co rodzi ryzyko wzrostu inflacji,

- błędnego odczytania przez uczestników rynku warunkowego charakteru *forward guidance*, co w wypadku niezrealizowania przez władze monetarne deklaracji (w wyniku nieprzewidzianej zmiany warunków makroekonomicznych) może osłabić wiarygodność banku i zmniejszyć tym samym jego zdolność do wpływania na oczekiwania²¹.

Stosowanie *forward guidance* z jednej strony dostarcza potencjalnych korzyści, z drugiej jednak pociąga za sobą poważne ryzyko. Prowadzone badania wskazują na wymierne efekty zastosowania przez banki centralne takiego sposobu komunikowania się z uczestnikami rynku. I tak, wprowadzenie przez System Rezerwy Federalnej polityki *forward guidance* w 2012 r. wpłynęło na poziom spreadu w kontraktach OIS (jednak wpływ ten był niewielki)²². Wyniki prezentowane przez C.E. Walsh wskazują na, z jednej strony, zmniejszenie niepewności rynkowej, wyrażające się zmniejszeniem zmienności krótkoterminowych stóp procentowych, ale z drugiej strony podkreślają zwiększenie zmienności oczekiwań²³. Z kolei A. Filardo i B. Hofman wskazują na trudności w uogólnieniu wyników badań ze względu na ich dużą zmienność²⁴. Przytoczone wnioski z wybranych badań zdają się przede wszystkim wskazywać, że zbyt wcześnie jest jeszcze na formułowanie ocen dotyczących prowadzenia *forward guidance* w warunkach zerowych stóp procentowych. Dalsze analizy i obserwacje będą zapewne kontynuowane, a także staną się materiałem dla podsumowania skuteczności tego rodzaju polityki komunikacyjnej.

Podsumowanie

Wobec wskazanych powyżej ograniczeń, na bieżącym etapie badań trudne jest wysnuć wniosków dotyczących możliwości i zasadności stosowania polityki *forward guidance*. Jest to przede wszystkim wynikiem z jednej strony niewielkich doświadczeń związanych z publikowaniem ścieżki stóp procentowych, a z drugiej strony nietypowych warunków rynkowych, w jakich rozpoczęto stosowanie zmodyfikowanego

²¹ C.E. Walsh, op.cit., s. 579.

²² D.T. Thornton, *Verbal Guidance and the Efficacy of Forward Guidance*, research.stlouisfed.org, dostęp 15.12.2014.

²³ C.E. Walsh, op.cit., s. 592–593.

²⁴ A. Filardo, B. Hofman, op.cit., s. 49–50.

forward guidance. Niemniej można wskazać, że rozbudowanie polityki komunikacyjnej banku centralnego o publikację ścieżki stóp procentowych wymaga nie tylko posiadania bardzo sprawnego zaplecza analityczno-badawczego, które będzie w stanie właściwie odczytać i zinterpretować sygnały płynące z otoczenia. Wydaje się, że koniecznym warunkiem jest w tym wypadku również wiarygodność władz monetarnych oraz wysoki stopień edukacji ekonomicznej uczestników rynku, którzy będą w stanie uchwycić warunkowy charakter prezentowanych przez bank prognoz. Dlatego możliwość efektywnego wykorzystania *forward guidance* pojawia się dopiero po spełnieniu powyższych warunków, co z kolei zwykle wymaga odpowiednio długiego czasu skutecznego realizowania strategii polityki pieniężnej.

Zasada *forward guidance* zastosowana przez banki centralne w warunkach osiągnięcia zerowego poziomu stóp procentowych stała się natomiast użytecznym narzędziem polityki pieniężnej. W szczególnych warunkach pozwala ono budować oczekiwania inflacyjne i docelowo wpływać na poziom krótko- i długoterminowych stóp procentowych. Z tego punktu widzenia doświadczenia zebrane w warunkach kryzysu mogą się okazać użyteczne w przyszłości i w razie kolejnych zaburzeń pozwolić na efektywne wykorzystanie polityki komunikacyjnej jako niestandardowego instrumentu oddziaływania przez bank centralny.

Bibliografia

- Andersson M., Hofman B., *Gauging the Effectiveness of Quantitative Forward Guidance. Evidence From Three Inflation Targeters*, "ECB Working Paper Series" 2009, No. 1098, Frankfurt.
- Bernanke B., *Communication and Monetary Policy*, www.federalreserve.gov, dostęp 30.12.2014.
- Brzoza-Brzezina M., *Korzyści z publikacji projekcji makroekonomicznych i ścieżki stóp procentowych w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 12.
- Dale S., Talbot J., *Forward Guidance in the UK*, www.voxeu.org, dostęp 10.01.2015.
- Detmers G.A., Nautz D., *The Information Content of Central Bank Interest Rate Projections: Evidence from New Zealand*, www.rbnz.govt.nz, dostęp 13.02.2015.
- Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*, red. W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała, J. Niedźwiedzińska, E. Skrzyszewska-Paczek, E. Stawasz, G. Wesołowski, P. Żuk, NBP, Warszawa 2014.
- Filardo A., Hofman B., *Forward Guidance at the Zero Lower Bound*, www.bis.org, dostęp 30.12.2014.

- Kool C.J.M., Thornton D.L., *How Effective Is Central Bank Forward Guidance*, research.stlouisfed.org, dostęp 30.12.2014.
- Monetary Policy Trade-Offs and Forward Guidance*, Bank of England, Londyn 2013.
- Raport o inflacji. Listopad 2013*, NBP, Warszawa 2013.
- Rosengren E.S., *Monetary Policy and Forward Guidance*, ideas.repec.org, dostęp 15.12.2014.
- Rozkrut M., *Polityka informacyjna banków centralnych*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Svensson L.E.O., *Forward Guidance*, “NBER Working Paper Series” 2014, No. 20796, Cambridge.
- Szyszkowski M., *Komunikacja banku centralnego z rynkiem a stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2012, nr 2.
- The ECB’s Forward Guidance*, “ECB Monthly Bulletin” April 2014.
- Thornton D.T., *Verbal Guidance and the Efficacy of Forward Guidance*, research.stlouisfed.org, dostęp 15.12.2014.
- Walsh C.E., *Announcements and the Role of Policy Guidance*, research.stlouisfed.org, dostęp 30.12.2014.
- Wesołowski G., Żuk P., *Rola komunikacji banków centralnych z otoczeniem*, www.nbp.pl, dostęp 15.01.2015.
- Williamson S.D., *Monetary Policy in the United States: a Brave New World?*, research.stlouisfed.org, dostęp 1.07.2014.
- Woodford M., *Forward Guidance By Inflation-Targeting Central Banks*, “Columbia University Discussion Papers” 2013, No. 1314–15, New York.

The Possibilities of Using Forward Guidance as an Instrument of Monetary Policy

Communication policy of central banks in the framework of direct inflation targeting strategy and related strategies is important. Its tools include forward guidance as a method of influencing the expectations of market participants. Although forward guidance was used before the outbreak of the financial crisis, it was not popular. After 2008, under conditions of zero interest rate, monetary authorities have begun to use the forward guidance as an unconventional and effective instrument allowing monetary policy to have impact on market interest rates. However, the risks when using forward guidance include the possibility of misinterpretation of the conditional nature of the declaration of the monetary authorities.

Keywords: monetary policy, forward guidance, communication policy

Les possibilités de l'utilisation du "forward guidance" comme un instrument de la politique monétaire

La politique de communication des banques centrales dans le cadre de la stratégie de ciblage direct de l'inflation et des stratégies connexes est importante. Ses outils comprennent des indications prospectives ("forward guidance") en tant que méthode d'influencer les attentes des acteurs du marché. Bien que le "forward guidance" ait été utilisé avant le déclenchement de la crise financière, il n'était pas populaire. Après 2008, dans des conditions d'un taux d'intérêt nul, les autorités monétaires ont commencé à utiliser le "forward guidance" comme un instrument non conventionnel et efficace permettant à la politique monétaire d'avoir un impact sur les taux d'intérêt. Toutefois, les risques liés à l'utilisation de cet outil comprennent de mauvaises interprétations des déclarations des autorités monétaires.

Mots-clés: la politique monétaire, *forward guidance*, la politique de communication

Возможности применения „опережающей индикации” (forward guidance) как инструмента денежно-кредитной политики

Коммуникационная политика центральных банков в рамках стратегии прямого таргетирования инфляции и других стратегий имеет большое значение. Ее инструменты включают в себя „опережающую индикацию” (forward guidance) в качестве метода воздействия на ожидания участников рынка. Опережающая индикация использовалась до начала финансового кризиса, но не пользовалась популярностью. После 2008 года, в условиях нулевых процентных ставок, денежные власти начали использовать опережающую индикацию в качестве нетрадиционного и эффективного инструмента, позволяющего денежно-кредитной политике влиять на уровень рыночных процентных ставок. Тем не менее, использование опережающей индикации несет опасность неправильного толкования условного характера деклараций монетарных властей.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, опережающая индикация (*forward guidance*), коммуникационная политика

Magdalena Szyszko*

KSZTAŁTOWANIE OCZEKIWAŃ INFLACYJNYCH PRZEZ PROGNOZY INFLACJI W ŚWIETLE BADAŃ EMPIRYCZNYCH¹

Wprowadzenie

Nowoczesne banki centralne najczęściej wdrażają strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (*inflation targeting*, BCI). Naukowcy akademicki i praktycy – bankierzy centralni, zgodni są co do tego, że jest to najskuteczniejszy sposób realizacji celów makroekonomicznych – przede wszystkim celu inflacyjnego – wobec mechanizmów funkcjonowania współczesnych gospodarek. Strategia ta nakierowana jest na kształtowanie oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Bank centralny wykorzystuje kilka sposobów wywierania wpływu na oczekiwania: od najprostszych, takich jak wykorzystywanie ogłoszonego numerycznie celu inflacyjnego jako kotwicy nominalnej, po bardziej wyrafinowane, takie jak prognoza inflacji, której sporządzenie jest wyzwaniem dla ekspertów banku centralnego. Niniejszy artykuł poświęcony jest właśnie zagadnieniom związanym z wpływem prognozy inflacji na oczekiwania inflacyjne konsumentów. Wywieranie tego wpływu jest podstawową rolą prognoz inflacji banku centralnego.

Badaniom, których wyniki zaprezentowano w tekście, przyświecała chęć weryfikacji hipotezy badawczej zakładającej istnienie współzależności między prognozami inflacji sporządzanymi przez bank centralny a oczekiwaniami inflacyjnymi konsumentów. Badania przeprowadzono na próbie dwóch krajów: Czech i Szwecji. Narodowy Bank Czech (NBC, *Česká národní banka*) i Bank Szwecji (SR, *Sveriges Riksbank*) wdrażają strategię celu inflacyjnego i przez relatywnie długi okres (co szczególnie istotne w wypadku młodej gospodarki rynkowej) sporządzają i publikują prognozy inflacji. Jednocześnie eksponują prognozy w komunikacji z rynkiem. Szwecja była

* Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Wydział Finansów i Bankowości.

¹ Badania stanowiące podstawę niniejszej publikacji zrealizowane zostały w ramach projektu finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/03/B/HS4/03705.