

Początek długoterminowego trendu spadkowego globalnych stóp procentowych obserwuje się od połowy lat 80. XX wieku, kiedy po wyczerpującej, aczkolwiek wygranej walce z wysoką inflacją strukturalną banki centralne rozpoczęły proces luzowania polityki monetarnej i systematycznego obniżania poziomu podstawowych stóp procentowych. Celem prowadzonej w tamtym czasie polityki monetarnej była chęć pobudzenia wzrostu gospodarczego po wielu latach stagflacji gospodarki światowej. Zmiana ram prowadzenia polityki pieniężnej oparta została wówczas na konsensusie nowej syntezy neoklasycznej, zgodnie z którą stabilizację cen uczyniono podstawowym celem polityki monetarnej. Dominujące dotychczas strategie tradycyjne polityki pieniężnej zastąpiono strategią bezpośredniego celu inflacyjnego (strategią BCI), zorientowaną na utrzymanie niskiej i stabilnej inflacji. Zmiany, jakie dokonały się w gospodarce światowej, głównie pod wpływem dynamicznie postępującego procesu globalizacji, spowodowały, iż współcześnie w większości gospodarek banki centralne realizują właśnie strategię bezpośredniego celu inflacyjnego lub pewną jego odmianę. Nie wszystkie jednak władze monetarne – z uwagi na liczne uwarunkowania gospodarcze oraz czynniki stabilizacyjne – przyjmują bezpośredni cel inflacyjny. Część z nich realizuje wspomniane wcześniej strategie tradycyjne: kontroli podaży pieniądza, kursu walutowego czy stóp procentowych, oparte na wczesnych koncepcjach teorii polityki monetarnej.

W realizacji celu inflacyjnego współczesne banki centralne wykorzystują narzędzia określane mianem klasycznych instrumentów polityki pieniężnej. Podstawowym, jeżeli nie najważniejszym spośród nich jest stopa procentowa, będąca kategorią polifunkcyjną, odnoszoną zwykle do pieniądza i kapitału pożyczkowego, która w istotny sposób oddziałuje na efektywność i funkcjonowanie podmiotów sfery realnej. W polityce monetarnej wyznacza ona rentow-

ność papierów wartościowych, będących przedmiotem operacji otwartego rynku, koszt krótkoterminowego kredytu w banku centralnym lub oprocentowanie złożonego w nim depozytu. Określa tym samym koszt pieniądza na rynku oraz wpływa na poziom cen, gdyż oddziałuje bezpośrednio na zagregowany popyt i zagregowaną podaż. Stanowi tym samym jeden z najważniejszych parametrów nie tylko polityki monetarnej, ale całej gospodarki rynkowej. Ważnym instrumentem polityki pieniężnej są również operacje otwartego rynku, które regulują płynność sektora bankowego, wpływając pośrednio na krótkookresową stopę procentową na rynku pieniężnym. Transakcje kupna lub sprzedaży krótkoterminowych papierów wartościowych dokonywane pomiędzy bankiem centralnym a bankami komercyjnymi stanowią nowoczesny, elastyczny i rynkowy instrument aktywnego oddziaływania władz monetarnych na system bankowy. Współcześnie, choć w coraz mniejszym zakresie, banki centralne posługują się również trzecim spośród klasycznych instrumentów – rezerwą obowiązkową. Obliguje ona banki komercyjne do odprowadzania części przyjętych w depozyt środków na rachunek w banku centralnym. Rezerwa obowiązkowa ma na celu zapewnienie wypłacalności banków komercyjnych oraz służy dokonywaniu codziennych rozliczeń. Z uwagi jednak na to, iż obecnie banki centralne nie mają bezpośredniej kontroli nad agregatami pieniężnymi, wpływa ona na płynność finansową sektora bankowego oraz rozmiary akcji kredytowej.

Głównym przedmiotem zainteresowania w niniejszej monografii nie jest jednak całokształt polityki monetarnej oraz klasyczne narzędzia jej realizacji, ale stopa procentowa jako główny instrument polityki monetarnej, w szczególności niestandardowej jej odłony, stosowany po wybuchu globalnego kryzysu finansowego (określanego również kryzysem finansowym 2007+). Zasadniczą przyczyną podjęcia tej problematyki było szerokie wykorzystanie instrumentu stopy procentowej w niekonwencjonalnej polityce monetarnej. Samo pojęcie niekonwencjonalnej polityki monetarnej zostało zastosowane w okresie globalnego kryzysu finansowego, który umownie rozpoczął się 15 września 2008 roku w Stanach Zjednoczonych i szybko zainfekował całą gospodarkę światową, destabilizując najpierw rynki finansowe, a potem sferę finansową i realną gospodarki. Wobec zagrożenia ogólnoswiatowym kryzysem gospodarczym, jak również z powodu niskiej skuteczności publicznej pomocy finansowej w przeciwdziałaniu rozprzestrzenianiu się negatywnych skutków kryzysu banki centralne podjęły wiele działań, których celem było „zahamowanie” narastającej niestabilności finansowej gospodarki globalnej oraz usprawnienie funkcjonowania rynków finansowych. Taką politykę przyjęło się określać mianem niekonwencjonalnej, która to – choć w różnym zakresie i skali – była stosowana przez niemal wszystkie banki centralne na świecie. W ramach niekonwencjo-

nalnej polityki władze monetarne wykorzystały w pierwszej odsłonie kryzysu przede wszystkim szybkie i znaczące obniżki podstawowych stóp procentowych, sprowadzając je do niestandardowo niskich poziomów. Ich celem było zwiększenie płynności instytucji bankowych, poprawa sytuacji w sektorze bankowym, a w konsekwencji przywrócenie stabilności systemu finansowego. Nie był to jednak jedyny i skuteczny instrument. Narzędziem niekonwencjonalnej polityki monetarnej towarzyszącym niestandardowej polityce stóp procentowych były również instrumenty polityki bilansowej, a zasadniczo polityka luzowania ilościowego (*Quantitative Easing*, QE). Polegała ona na kupnie przez banki centralne aktywów finansowych, głównie w postaci papierów wartościowych, aby ułatwić dostęp do finansowania podmiotom sfery realnej. Polityka bilansowa w poszczególnych bankach centralnych przyjęła różne formy, była stosowana w różnych okresach i skali. Spowodowała jednak istotne zmiany w strukturze i wielkości bilansu władz monetarnych. Wskazane działania zarówno z zakresu polityki stóp procentowych, jak i polityki bilansowej nie przyniosły jednak zamierzonych rezultatów, co spowodowało, iż niektóre banki centralne zdecydowały o dalszych obniżkach stóp procentowych, a następnie wykorzystaniu również polityki komunikacyjnej. Narzędzie to zasadniczo wykorzystywane jest do komunikowania rynkom finansowym o kierunku polityki stóp procentowych w przyszłości, ale może także dotyczyć innych obszarów (np. polityki bilansowej i skali luzowania ilościowego). W okresie niekonwencjonalnej polityki monetarnej prowadzenie rozszerzonej polityki komunikacyjnej, tzw. polityki *forward guidance*, miało na celu utrzymanie stóp na niskim poziomie, które poprzez zakotwiczenie średniookresowych oczekiwań uczestników rynku powinno przyczyniać się do wzrostu konsumpcji i ożywienia gospodarczego. Należy ponadto zauważyć, iż w gospodarce światowej były jednak kraje (jak np. Polska), które nie doświadczyły tak istotnie negatywnych skutków kryzysu finansowego, w których podstawowe stopy procentowe choć zostały obniżone, to ich poziom nie był skrajnie niski. Banki centralne pozostawiały sobie tym samym margines możliwości dalszych ich obniżek. W państwach tych nie zdecydowano również o wprowadzeniu luzowania ilościowego.

Pomimo podejmowanych inicjatyw gospodarki nadal jednak pogrążone były w recesji. Banki centralne kontynuowały więc stosowanie niekonwencjonalnych instrumentów, opierając prowadzoną politykę monetarną głównie na niestandardowej polityce stóp procentowych oraz nadzwyczajnej polityce bilansowej. Przyczyny oraz zjawiska temu towarzyszące stały się przedmiotem zainteresowania w niniejszej monografii. Skutkiem dalszego stosowania niekonwencjonalnych instrumentów polityki monetarnej były powstające strategie wyjścia (*exit strategies*). Pojęciem tym przyjęło się określać założenia formułowane w formie

niezależnych postulatów kierowanych pod adresem banków centralnych, przedstawione w dokumencie Rady Stabilności Finansowej ze szczytu w Pittsburghu w 2009 roku. Dotyczyły one potrzeby „wyjścia” z niekonwencjonalnej polityki monetarnej [FSB, 2009; von Hagen, Pisani-Ferry, von Weizsäcker, 2009, s. 15]. Wskazywały na potrzebę unormowania całokształtu polityki monetarnej banków centralnych, czego warunkiem było odejście od polityki niskich stóp procentowych oraz zakończenie nadzwyczajnej polityki bilansowej. Zarówno jednak w strategiach wyjścia, jak i na gruncie teorii trudność sprawiało dokładne określenie harmonogramu oraz zakresu działań związanych z owym „wyjściem”, a zwłaszcza kwestia, na jakim ostatecznym poziomie powinny ukształtować się znormalizowane stopy procentowe. Niemniej jednak przez kilka kolejnych lat nie podejmowano prób praktycznej realizacji strategii wyjścia, uznając, iż gospodarki wciąż potrzebują niekonwencjonalnego wsparcia ze strony banków centralnych. Dopiero wraz z poprawą warunków ogólnogospodarczych w połowie drugiej dekady XXI wieku największe banki centralne zaczęły wskazywać na realną potrzebę zakończenia niekonwencjonalnej polityki monetarnej, a więc podjęcia działań w kierunku rzeczywistego procesu normalizacji polityki monetarnej.

W pracy przyjęto, iż normalizacja polityki pieniężnej jest procesem zakończenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej we wszystkich obszarach, w których stosowane były niestandardowe i nadzwyczajne instrumenty. Różnica pomiędzy strategiami wyjścia a normalizacją polega zatem na tym, iż *exit strategies* zawierają jedynie ogólne wskazania co do potrzeby „wyjścia” z niekonwencjonalnej polityki monetarnej, natomiast normalizacja polityki monetarnej to rzeczywisty proces banków centralnych, w którym realizują one przyjęte działania normalizujące zgodnie z określonym scenariuszem. Na całokształt normalizacji polityki monetarnej składa się normalizacja polityki stóp procentowych oraz normalizacja polityki bilansowej, a uzupełniając również normalizacja polityki komunikacyjnej banku centralnego. Badania prowadzone w tym zakresie wskazują, iż choć trudno jest oddzielić politykę stóp procentowych od polityki bilansowej [Borio, Zabai, 2016]<sup>1</sup>, w rozważaniach akademickich, jak i wśród praktyków bankowości centralnej pojawiają się propozycje scenariuszy normalizowania poszczególnych obszarów polityki monetarnej. Odnoszą się one jednak przede wszystkim do normalizacji polityki bilansowej (np. [Logan, 2019; Powell, 2019; Janus, 2020; Fakui, Chen, 2022]) bądź normalizacji polityki komunikacyjnej (np. [Powell, 2019]). Zdominowały one dyskusję nad całościowym procesem normalizacji polityki monetarnej, sprowadzając normalizację polityki stóp pro-

---

<sup>1</sup> Choćby z uwagi na brak pełnej swobody w ustalaniu wysokości oprocentowania nadwyżkowych rezerw uniezależniających to oprocentowanie od podstawowej stopy procentowej banku centralnego.

centowych do prostej podwyżki bądź obniżki stóp procentowych. Marginalne, jak dotychczas, traktowanie procesu normalizowania polityki stóp procentowych oraz scenariuszy jego realizacji, a także przekonanie o wadze i aktualności tego problemu stanowiły jeden z głównych argumentów podjęcia tej problematyki w niniejszej pracy. Przedmiotem zainteresowania nie są zatem wszystkie obszary normalizacji polityki monetarnej, a wyłącznie normalizacja polityki stóp procentowych, którą umiejscowiono w centrum rozważań i wysunięto w pracy na plan pierwszy – mając jednocześnie świadomość komplementarności oraz nierozrwalnego związku normalizacji polityki stóp procentowych z normalizacją polityki bilansowej i polityki komunikacyjnej banku centralnego. Obszary te oraz związki z normalizacją polityki stóp procentowych w pewnym zakresie uwzględniono w pracy, jednakże ich szczegółowa analiza może stanowić przedmiot przyszłych pogłębionych badań. Skoncentrowanie uwagi na procesie normalizacji polityki stóp procentowych wynikało natomiast z faktu, iż stopa procentowa jako instrument pełni bardzo różne funkcje w polityce monetarnej i polityce makroekonomicznej. Jeżeli bowiem dokonuje się zmiana wysokości stóp procentowych (wzrost lub spadek), następują istotne zmiany w popycie na kredyt bankowy oraz sytuacji na rynkach finansowych. Zmienia się w rezultacie układ stóp procentowych, niezależnie od tego, czy stopy procentowe zostają podwyższone, czy obniżone. Ponadto z uwagi na fakt, iż stopa procentowa określa koszt kapitału, jej zmiany powodują znaczące konsekwencje nie tylko w sferze finansowej, ale w całym systemie gospodarczym. Jest ona bowiem podstawą funkcjonowania sfery realnej gospodarki, a jej kształtowanie w istotny sposób oddziałuje na efektywność i funkcjonowanie podmiotów tej sfery, tj. przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe.

Normalizacja polityki stóp procentowych, będąca jednym z głównych elementów normalizacji całokształtu polityki monetarnej, utożsamiana jest w pracy z procesem zakończenia niestandardowego wymiaru polityki stóp procentowych. Oznacza to, iż w warunkach realizacji przez bank centralny strategii BCI dokonuje się, gdy stopa inflacji zmierza w kierunku ustalonego celu inflacyjnego, a zatem utrzymana zostaje stabilność cen. Normalizacja polityki stóp procentowych może dotyczyć zakończenia niestandardowej polityki stóp procentowych zarówno sytuacji, gdy utrzymywany jest skrajnie niski, jak i nadwyrzaw wysoki poziom stóp procentowych, a zatem odbiega on od tego, który uznawany jest za „normalny”. W różnych okresach i w różnych uwarunkowaniach poziom „normalny” może być jednak odmiennie interpretowany. Największą trudność sprawia tym samym wyznaczenie znormalizowanego poziomu stóp procentowych. Może temu jednak służyć przyjęcie określonego punktu odniesienia dla jego wyznaczenia, który uwzględni uwarunkowania krajowe i instytucjonalne.

Biorąc pod uwagę powyższe, za cel główny (CG) w niniejszej monografii przyjęto identyfikację przesłanek, scenariuszy i mechanizmów służących normalizacji polityki stóp procentowych banków centralnych (rys. I). Złożoność i wielowątkowość badanej problematyki spowodowały konieczność jego dezagregacji na cele szczegółowe, które podzielono na cele teoriopoznawcze oraz cele aplikacyjne. Przyjęte cele szczegółowe odnoszą się do trzech głównych wyodrębnionych obszarów analizy procesu normalizacji polityki stóp procentowych – tj. przesłanek, scenariuszy i mechanizmów. W obszarze pierwszym oraz drugim dotyczącym odpowiednio przesłanek i scenariuszy normalizacji polityki stóp procentowych przyjęte cele  $C_1$  i  $C_2$  miały charakter teoriopoznawczy, z kolei w obszarze trzecim – mechanizmów, sformułowany cel  $C_3$  stanowił cel aplikacyjny.

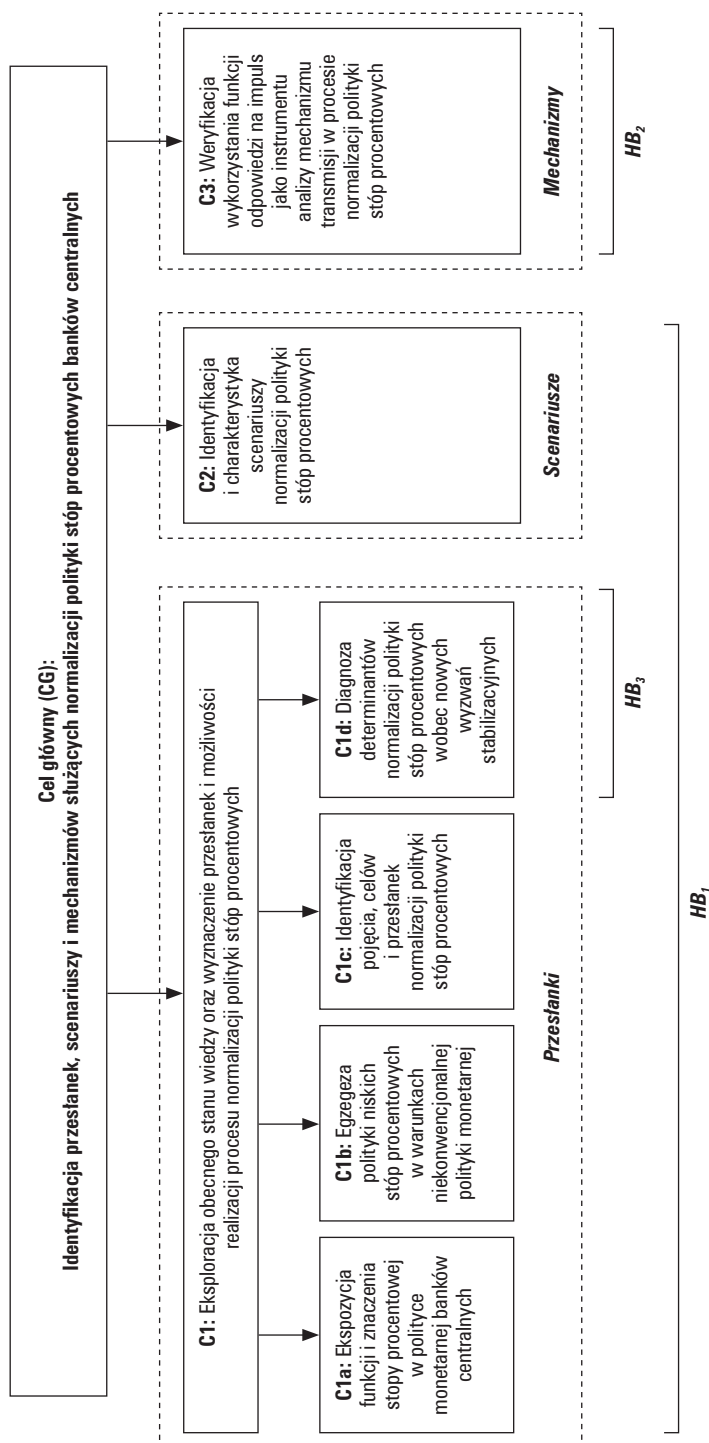
W istniejącym dorobku teoretycznym z zakresu współczesnej polityki stóp procentowych problemy badawcze koncentrują się przede wszystkim wokół analizy niestandardowej polityki stóp procentowych oraz skutków utrzymywania nadzbyt niskich bądź wysokich stóp procentowych dla sfery finansów oraz sfery realnej gospodarki. Ich przedmiotem jest głównie obserwacja bieżącej polityki stóp procentowych banków centralnych w kontekście uwarunkowań systemu finansowego i gospodarczego poszczególnych państw i obszarów gospodarczych. Obrane cele naukowe prezentowanych tu badań odniesiono natomiast do zasadniczo innego aspektu polityki stóp procentowych – tj. procesu normalizacji polityki stóp procentowych, a więc zakończenia stosowania niestandardowego wymiaru polityki stóp procentowych. Wskazano ponadto możliwe sposoby postępowania oraz konsekwencje realizacji tego procesu, mając na uwadze odejście od niestandardowej polityki stóp procentowych, jak również współczesne wyzwania stabilizacyjne dla prowadzonej polityki stóp procentowych. Główne problemy badawcze wyrażają się więc w pytaniach o istotę, cele i przesłanki normalizacji polityki stóp procentowych, możliwe scenariusze jej wdrożenia, a także mechanizmy związane z realizacją działań normalizujących. W dotychczasowej literaturze przedmiotu problemy te nie były bowiem analizowane.

Przyjęte cele naukowe, jak również przeprowadzone w niniejszym opracowaniu studia literaturowe oraz badania empiryczne ukierunkowano tym samym na weryfikację następujących hipotez badawczych (por. rys. I):

HB<sub>1</sub>: Normalizacja polityki stóp procentowych w warunkach kumulacji czynników destabilizujących system finansowy i gospodarczy wymaga racjonalizacji wyboru scenariuszy zakończenia niekonwencjonalnej polityki monetarnej.

HB<sub>2</sub>: Zastosowanie funkcji odpowiedzi na impuls pozwala zweryfikować oddziaływanie normalizacji polityki stóp procentowych na zmienne makroekonomiczne.

HB<sub>3</sub>: Nowe wyzwania stabilizacyjne modyfikują możliwości realizacji procesu normalizacji polityki stóp procentowych.



**Rysunek 1.** Cele i hipotezy badawcze jako wynikowa koncepcji badań

Źródło: opracowanie własne.



Wyznaczone cele i hipotezy badawcze, jak również ramy koncepcyjne badań znalazły odzwierciedlenie w strukturze opracowania, która zawiera część teoretyczną oraz empiryczną. Pierwsze trzy rozdziały pracy tworzą warstwę koncepcyjną badań. Zaprezentowano w nich wyniki studiów teoriopoznawczych, które zawierają także elementy studiów teoriiotwórczych. Rozdział czwarty stanowi część empiryczną monografii, w którym ukazano wyniki przeprowadzonych badań własnych. Rozdział piąty ma natomiast charakter teoretyczno-empiryczny, który ukazuje złożoność normalizacji polityki stóp procentowych wobec nowych wyzwań stabilizacyjnych mających istotny wpływ na badaną problematykę.

W rozdziale pierwszym rozważania skoncentrowano na stopie procentowej w roli parametru polityki monetarnej. Jego celem była prezentacja znaczenia stopy procentowej w gospodarce, a w szczególności w polityce monetarnej banków centralnych. W rozdziale tym w sposób syntetyczny uporządkowano i zarysowano istniejący dorobek dotyczący teorii stopy procentowej jako parametru polityki monetarnej, poczynwszy od ekonomii klasycznej po współczesne doktryny stopy procentowej. Przeprowadzono także analizę roli stopy procentowej jako narzędzia władz monetarnych, prezentowaną w założeniach nowej syntezy neoklasycznej. Stanowiło to ważny punkt wyjścia do dalszych rozważań nad istotą stopy procentowej jako jednego z najważniejszych parametrów w systemie finansowym i gospodarce. W rozdziale tym zwrócono ponadto uwagę na podstawowe stopy procentowe banków centralnych oraz ich przydatność w utrzymaniu podstawowego celu prowadzonej polityki monetarnej. W warunkach realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego są one głównym narzędziem zapewnienia stabilności cen, a także utrzymania stabilności finansowej – dodatkowego celu nałożonego na współczesne banki centralne. W rozdziale pierwszym rozwinięcie znalazła także prezentacja istoty oraz klasyfikacji niekonwencjonalnych instrumentów polityki monetarnej zastosowanych po wybuchu kryzysu finansowego 2007+. Szczególną uwagę zwrócono na niestandardowe wykorzystanie parametru stopy procentowej.

Rozdział drugi koncentruje się na polityce niskich stóp procentowych jako elemencie niekonwencjonalnej polityki monetarnej zastosowanej po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Zaprezentowano w nim założenia i cele polityki niskich stóp procentowych, proponując jej typologię z punktu widzenia skali dokonanych obniżek. Stanowiły one jednocześnie impuls do rozważań dotyczących koncepcji i założeń zerowej granicy nominalnych stóp procentowych, po przekroczeniu której mogą następować zmiany w funkcjonowaniu mechanizmu transmisji impulsów monetarnych uniemożliwiające władzom monetarnym efektywne oddziaływanie na sferę finansową i realną. Ponieważ w dotychczasowej historii stopa procentowa pozostawała niemal zawsze pod stałą kontro-



lą banków centralnych, a jej utrzymywanie na niskim poziomie przez dłuższy czas było wcześniej niezwykle rzadkie (poza okresem Wielkiej Depresji w Stanach Zjednoczonych oraz na początku lat 90. XX wieku w Japonii), w rozdziale tym przedstawiono również praktyczne zastosowanie polityki niskich dodatnich, zerowych, jak również ujemnych stóp procentowych wybranych banków centralnych po wybuchu globalnego kryzysu finansowego.

W rozdziale trzecim podjęto kluczową z punktu widzenia przedmiotu opracowania problematykę normalizacji polityki stóp procentowych. Zaprezentowano w nim koncepcję normalizacji polityki monetarnej, wskazując, iż proces ten obejmuje normalizację polityki stóp procentowych, normalizację polityki bilansowej oraz normalizację polityki komunikacyjnej. Wobec braku jednej, powszechnie przyjętej perspektywy normalizacji polityki monetarnej w pracy dokonano przeglądu istniejącego stanu wiedzy oraz przyjęto własną, zmodyfikowaną definicję tego pojęcia. Następnie rozważania skoncentrowano na normalizacji polityki stóp procentowych. Na podstawie przeprowadzonych krytycznych studiów literaturowych oraz wieloletniej obserwacji bankowości centralnej i polityki pieniężnej, jak i bieżącej rzeczywistości gospodarczej zebrano i uporządkowano dotychczasową wiedzę na temat procesu normalizacji polityki stóp procentowych, jednak w wielu obszarach wymagało to dookreślenia i doprecyzowania stosowanych pojęć. Prezentując własną definicję i cele normalizacji polityki stóp procentowych, podkreślono, iż jest to proces bardzo złożony, wielowymiarowy i wielopłaszczyznowy, co sprawia, że na gruncie teorii wymaga wnikliwej analizy, a w praktyce oznacza, że jest niezwykle trudny do przeprowadzenia dla banków centralnych, a ponadto wymaga czasu. W rozdziale tym zaprezentowano także możliwe punkty odniesienia do wyznaczenia znormalizowanego poziomu stóp procentowych. Uznając normalizację za proces niezwykle ważny i potrzebny władzom monetarnym, w rozdziale tym wskazano również przesłanki uzasadniające podjęcie czynności normalizujących politykę stóp procentowych. Problematyczna, niemniej jednak istotna dla procesu normalizacji polityki stóp procentowych pozostaje kwestia nie tylko decyzji dotyczącej jego rozpoczęcia, ale również sposobu, w jaki proces ten powinien przebiegać. A zatem, według jakiego scenariusza powinien dokonywać się proces normalizacji polityki stóp procentowych, tak aby działania te były efektywne, dostosowane do bieżących uwarunkowań finansowych i makroekonomicznych oraz specyfiki działania banku centralnego, aby sprzyjały ożywieniu gospodarczemu, jak również były zgodne z długofalową strategią polityki monetarnej. Dlatego też ważnym komponentem tego rozdziału są usystematyzowane scenariusze normalizacji polityki stóp procentowych, wskazujące możliwe ścieżki jej wdrożenia, sklasyfikowane i scharakteryzowane z punktu widzenia czasu rozpoczęcia procesu, kryteriów decy-

zyjnych warunkujących jego podjęcie, tempa wdrożenia, jak również kierunku oraz sekwencji działań normalizujących politykę stóp procentowych. W dalszej części rozdziału trzeciego przedstawiono założenia normalizacji polityki stóp procentowych największych banków centralnych, formułowane tuż po wybuchu globalnego kryzysu finansowego i aktualizowane w kolejnych latach wraz z dynamicznie zmieniającymi się uwarunkowaniami otoczenia zewnętrznego, odnosząc je do zdefiniowanych w opracowaniu scenariuszy. Następnie ukazano przebieg normalizacji polityki stóp procentowych Systemu Rezerwy Federalnej przeprowadzonej w latach 2015–2019. Ostatnim komponentem tego rozdziału jest analiza mechanizmów warunkujących normalizację polityki stóp procentowych. Zwrócono w nim uwagę na ważne znaczenie kontroli oraz oceny zależności pomiędzy stosowanymi instrumentami polityki monetarnej a podstawowymi wskaźnikami makroekonomicznymi i finansowymi. Podkreślono także rolę modeli makroekonomicznych jako ilościowej metody analizy i prognozowania zjawisk gospodarczych ważnych z punktu widzenia prowadzonej polityki monetarnej. Zidentyfikowano ponadto przesłanki wykorzystania modeli makroekonomicznych w procesie normalizacji polityki stóp procentowych.

Rozdział czwarty ma charakter konceptualny, gdyż podjęto w nim próbę weryfikacji empirycznej wykorzystania funkcji odpowiedzi na impuls (funkcji IRF) jako instrumentu analizy mechanizmu transmisji w procesie normalizacji polityki stóp procentowych. Rozdział ten rozpoczynają założenia związane z konceptualizacją i operacjonalizacją badań. Zaprezentowano w nich ramy koncepcyjne przeprowadzonych badań, zwracając uwagę na przesłanki i motywy ich podjęcia, przedmiot badań oraz przyjęty obszar badawczy. Uzasadniono także wybór metody badawczej, którą stała się metoda analizy statystyczno-ekonomicznej z wykorzystaniem funkcji odpowiedzi na impuls. Przedstawiono ponadto koncepcję i założenia funkcji IRF, jak również przesłanki jej wykorzystania w normalizacji polityki stóp procentowych. Z uwagi na fakt, iż w badaniach do wyznaczenia funkcji odpowiedzi na impuls skonstruowano strukturalne modele wektorowej autoregresji (modele SVAR), które następnie poddano estymacji, w rozdziale tym wyjaśniono istotę tych modeli oraz uargumentowano zasadność ich wykorzystania w badaniach nad procesem normalizacji polityki stóp procentowych. W dalszej części zaprezentowano założenia badawcze, wskazując na zidentyfikowaną lukę badawczą oraz możliwości jej wypełnienia w oparciu o wyniki przeprowadzonych badań empirycznych. Sprecyzowano zastosowane metodologie opracowanych modeli SVAR, zakres ujętych w nich zmiennych oraz przyjęte restrykcje. Kluczową częścią tego rozdziału są przedstawione wyniki własnych badań empirycznych, w których analizie oraz ocenie poddano wyznaczone funkcje odpowiedzi na impuls jako instrumentów anali-

zy mechanizmu transmisji w procesie normalizacji polityki stóp procentowych na przykładzie gospodarki Stanów Zjednoczonych i Systemu Rezerwy Federalnej oraz gospodarki strefy euro i Europejskiego Banku Centralnego. Dopełnieniem tego rozdziału są wnioski i rekomendacje z przeprowadzonych badań empirycznych.

Rozdział piąty ma na celu ukazanie współczesnych determinantów procesu normalizacji polityki stóp procentowych wynikających z nowych wyzwań stabilizacyjnych. Przedstawiono w nim wpływ pandemii 2020+ na politykę stóp procentowych oraz perspektywy i wyzwania stojące przed bankami centralnymi dla postpandemicznej normalizacji polityki stóp procentowych trzeciej dekady XXI wieku. Następnie zaprezentowano współczesną politykę stóp procentowych prowadzoną w warunkach geokryzysu 2022+ oraz nasilających się procesów inflacyjnych. W rozdziale tym zdefiniowano także nowe koncepcje powrotu do normalizacji polityki stóp procentowych banków centralnych.

Osiągnięcie określonych w pracy celów oraz weryfikacja przyjętych hipotez badawczych wymagały zastosowania odpowiedniej metodologii badawczej. W części teoretycznej monografii zastosowano metodę pogłębionej i krytycznej analizy piśmiennictwa (krajowego i zagranicznego), głównie z zakresu polityki stóp procentowych, bankowości centralnej oraz metod ilościowych wykorzystywanych w polityce pieniężnej władz monetarnych. Uzupełniając do badania polityki niskich stóp procentowych oraz dotychczasowych działań normalizujących poziom stóp procentowych wykorzystano metodę analizy wtórnych danych empirycznych, ujętych w statystykach, raportach, bazach danych i opracowaniach banków centralnych oraz międzynarodowych instytucji finansowych. Z kolei w części empirycznej monografii ocena wykorzystania funkcji odpowiedzi na impuls w normalizacji polityki stóp procentowych została dokonana z zastosowaniem narzędzi analizy statystyczno-ekonometrycznej, w której posłużono się modelami SVAR. Są one bowiem powszechnie stosowane – także pośród banków centralnych – do wyznaczania funkcji odpowiedzi na impuls. Co więcej, przeprowadzone studia literaturowe z zakresu wykorzystywania modeli SVAR w polityce monetarnej wskazują na ich satysfakcjonujące rezultaty. W części poświęconej analizie polityki stóp procentowych prowadzonej w okresie globalnego kryzysu finansowego, w czasie realizacji działań normalizujących, jak również wobec współczesnych wyzwań stabilizacyjnych wykorzystano ponadto metodę case study (studium przypadku) wybranych banków centralnych. W badaniach empirycznych zastosowano dane z różnych źródeł, w tym z: międzynarodowych baz danych, statystyk i publikacji banków centralnych, instytucji nadzorczych, urzędów statystycznych, instytutów badań ekonomicznych, Komisji Europejskiej, IndexMundi, MFW oraz OECD. Wybór funkcji odpowiedzi na impuls był uzasad-

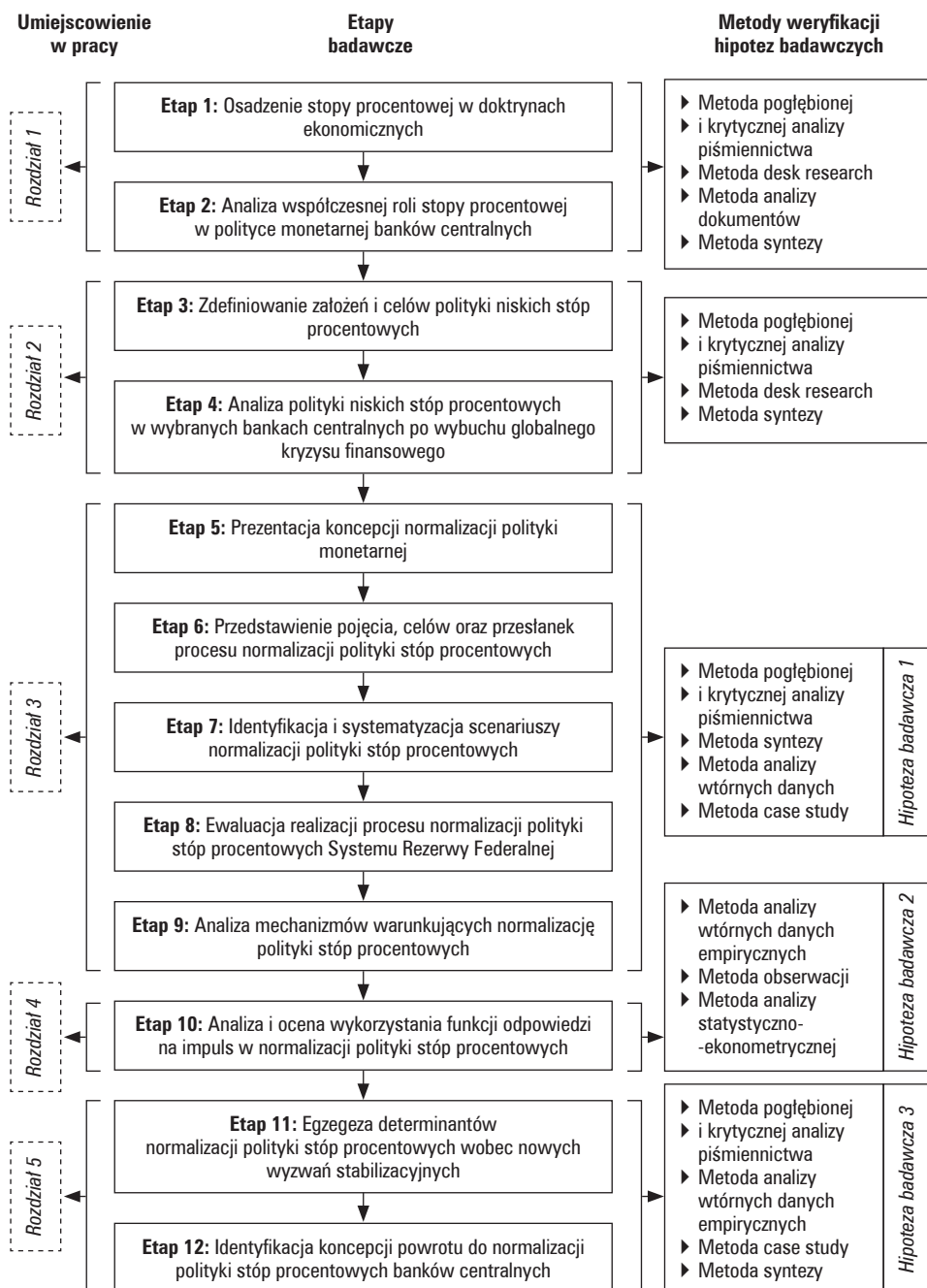
niony faktem, iż ilustruje ona reakcje zmiennych na zaistniały szok, dzięki czemu przeprowadzona analiza umożliwiła ocenę skutków szoku monetarnego, implikowanego normalizacją polityki stóp procentowych. Dodatkowo w pracy wykorzystano metodę desk research, metodę analizy przyczynowo-skutkowej, metodę obserwacji, metodę analizy dokumentów oraz metodę syntezy.

Na tej podstawie opracowano schemat procedury badawczej ilustrujący kolejne kroki badawcze oraz ich umiejscowienie w pracy wraz z informacją o metodach weryfikacji hipotez badawczych (rys. II).

Ramy koncepcyjne badań zdeterminowały również ich przyjęty zakres podmiotowy. Polityka niskich stóp procentowych prowadzona po wybuchu ogólnoswiatowego kryzysu finansowego, mimo iż miała charakter globalny, tj. dotyczyła niemal wszystkich banków centralnych, była prowadzona w różnym czasie, z różnym natężeniem, dlatego też różne są podejścia poszczególnych władz monetarnych do procesu jej normalizacji. Próba badawcza obejmowała tym samym różne banki centralne, w tym: System Rezerwy Federalnej (FED), Bank Anglii, Europejski Bank Centralny (EBC) oraz Bank Japonii. To co je łączy, to fakt, iż są to największe banki centralne na świecie, które po wybuchu kryzysu finansowego 2007+ zdecydowały o sprowadzeniu podstawowych stóp procentowych do bardzo niskiego poziomu, co rozpoczęło ponad dziesięcioletni okres prowadzonej przez nie polityki niskich stóp procentowych. Prowadzone rozważania, choć zasadniczo dotyczą wszystkich wymienionych tu banków centralnych, w niektórych częściach koncentrują się na wybranych spośród nich<sup>2</sup>. Wynika to z faktu, iż po pierwsze, są to banki centralne, które prowadziły różne odsłony polityki niskich stóp procentowych, a więc zarówno politykę niskich dodatnich stóp procentowych (Bank Anglii), politykę zerowych stóp procentowych (FED, EBC), jak i politykę ujemnych stóp procentowych (Bank Japonii). Po drugie, do momentu wybuchu pandemii koronawirusa znajdowały się na różnym etapie praktycznego wdrożenia działań normalizujących politykę stóp procentowych. FED przeprowadził proces normalizacji polityki stóp procentowych, Bank Anglii w pewnym zakresie podjął rzeczywiste działania normalizujące, z kolei EBC oraz Bank Japonii wciąż kontynuowały politykę zerowych i ujemnych stóp procentowych, odraczając w czasie proces jej normalizacji. Dlatego też w części poświęconej analizie dotychczasowych działań z zakresu normalizacji polityki stóp procentowych główną uwagę skoncentrowano na Systemie Rezerwy Federalnej, który w latach 2015–2019 zrealizował założenia normalizacji. Z kolei przedmiotem badań empirycznych z wykorzystaniem funkcji IRF stał się System Rezerwy Federalnej

---

<sup>2</sup> Selekcja analizowanych przykładów banków centralnych i ich polityki stóp procentowych była możliwa z uwagi na przyjęcie w badaniach paradygmatu postpozytywistycznego, który daje możliwość zastosowania subiektywnego podejścia badacza do analizowanego problemu.



Rysunek II. Schemat procedury badawczej

Źródło: opracowanie własne.

i gospodarka Stanów Zjednoczonych oraz Europejski Bank Centralny i gospodarka strefy euro, przyjmując, iż są to duże gospodarki, które mają jednak, jak dotąd, różne doświadczenia w zakresie normalizacji polityki stóp procentowych oraz cechują je odmienne uwarunkowania jej realizacji. Uznano tym samym, iż mogą one stanowić podstawę analizy porównawczej oraz formułowania ogólnych wniosków dla badanej problematyki. Gospodarka USA stała się przedmiotem badań empirycznych z uwagi na fakt, iż System Rezerwy Federalnej jest jednym z największych i najważniejszych banków centralnych gospodarki światowej, jak również posiada praktyczne doświadczenia z zakresu normalizowania polityki stóp procentowych, a ponadto polityka stóp procentowych prowadzona przez FED determinuje w istotny sposób kierunek polityki stóp procentowych na świecie, stąd też jej założenia są niezwykle ważne dla banków centralnych i państw całej gospodarki globalnej. Z kolei włączenie do próby badawczej EBC i gospodarki strefy euro wynikało z faktu, iż przez ponad dekadę bank centralny prowadził politykę niskich i zerowych stóp procentowych (a w odniesieniu do stopy depozytowej nawet ujemnych stóp procentowych), nie podejmując, poza sformułowaniem ogólnych, teoretycznych założeń, jakichkolwiek działań w kierunku normalizacji polityki stóp procentowych. Co więcej, relatywnie krótki okres jego istnienia nie daje mu wcześniejszych doświadczeń w obszarze zakończenia niestandardowej polityki stóp procentowych. Dlatego też w niniejszej pracy podjęto próbę oceny, jak normalizacja polityki stóp procentowych FED-u oraz EBC mogłaby wpłynąć na sferę finansową i makroekonomiczną odpowiednio w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Przyjęty zakres podmiotowy umożliwił zatem wnioskowanie o możliwościach i perspektywach normalizacji polityki stóp procentowych. Uzupełniając, dla kompleksowości prowadzonych rozważań, w pozostałych częściach pracy analizie poddano także inne banki centralne prowadzące politykę niskich (w tym ujemnych) stóp procentowych, np. Narodowy Bank Danii, Szwedzki Bank Centralny czy Szwajcarski Bank Narodowy. Analizowane banki centralne mimo realizacji odmiennych wersji niestandardowej polityki stóp procentowych łączy element trwałości w kontynuowaniu tego typu polityki, a jednocześnie świadomość potrzeby jej normalizacji.

Złożoność analizowanej problematyki determinowała przyjęty okres badawczy, który obejmował lata 2008–2023. W toku prowadzonych badań teoretyczno-empirycznych został on podzielony na następujące podokresy badawcze:

- lata 2008–2015 – okres po wybuchu globalnego kryzysu finansowego, kiedy banki centralne zdecydowały o sprowadzeniu podstawowych stóp procentowych do niskiego poziomu i utrzymywały go przez kilka kolejnych lat;



► lata 2016–2019 – okres, w którym analizowane banki centralne podejmowały działania na rzecz normalizacji polityki stóp procentowych, jednak w poszczególnych krajach stopień ich praktycznej realizacji był różny;

► lata 2020–2023 – okres globalnej pandemii koronawirusa oraz geokryzysu 2022+, kiedy nowe wyzwania stabilizacyjne wstrzymały działania na rzecz normalizacji polityki stóp procentowych.

Zróznicowanie w przyjęciu na poszczególnych etapach badawczych wskazanych podokresów wynikało ze specyfiki normalizacji polityki stóp procentowych, zmiany warunków jej realizacji oraz pojawienia się nowych wyzwań stabilizacyjnych, które determinowały różne zachowania i różny stosunek banków centralnych do procesu normalizacji.

Przeprowadzone wnikliwe studia teoretyczno-empiryczne dowodzą, iż problematyka normalizacji polityki stóp procentowych jest zasadniczo nowa i stanowi swego rodzaju lukę poznawczą zarówno w badaniach prowadzonych na gruncie krajowym, jak i w znacznym stopniu międzynarodowym. Aby wypełnić zidentyfikowaną lukę badawczą, podjęto prace metodologiczne zmierzające do usystematyzowania, uzupełnienia oraz dookreślenia dotychczasowego stanu wiedzy, w wielu obszarach połączonego z koniecznością zaproponowania uzupełnień nowych rozwiązań koncepcyjnych. O ile bowiem cele, zakres, czy też konsekwencje niestandardowej polityki stóp procentowych w literaturze przedmiotu są szeroko analizowane [Żywiecka, 2013; Przybylska-Kapuścińska, Szyszko (red. nauk.), 2017; Nocoń, 2016; Szczerbowicz, 2011b; Elbourne, Ji, Duijndam, 2018; Guerini, Lamperti, Mazzocchi, 2018; Papadamou, Kyriazis, Tzeremes, 2019, s. 295–305; Kapetanios i in., 2012; Krishnamurthy, Vissing-Jorgensen, 2010; Hamilton, Wu, 2012; Meaning, Zhu, 2011; Neely, 2010; Gagnon i in., 2011, s. 41–59; Szczerbowicz, 2011a; Joyce i in., 2011], o tyle kwestia działań ją normalizujących jest marginalizowana i podejmowana w ograniczonym zakresie. Wyraźnie brakuje także studiów wskazujących możliwe scenariusze normalizacji polityki stóp procentowych oraz mechanizmy warunkujące jej realizację. Zgodnie z najlepszą wiedzą nieliczne publikacje oraz podejmowane badania świadczą o tym, iż jest to wciąż słabo eksplorowany problem badawczy. Uznając jednocześnie, iż jest to proces niezwykle ważny i potrzebny współczesnej polityce monetarnej, gdyż przywraca równowagę w polityce stóp procentowych, zidentyfikowana luka badawcza stała się główną motywacją do podjęcia tej problematyki w niniejszej monografii. Badania teoretyczne wzbogacone o studia empiryczne, których wyniki są tu prezentowane, stanowią tym samym znaczący wkład zarówno teoretyczny, jak i praktyczny do nauki o finansach. W płaszczyźnie teoretycznej monografia porządkuje wiedzę z zakresu stopy procentowej jako parametru polityki monetarnej, systematyzuje poglądy na temat stopy procentowej prezen-