

**Ewa Dziwok**

Akademia Ekonomiczna w Katowicach

## **WPŁYW POLITYKI INFORMACYJNEJ NBP NA MIĘDZYBANKOWY RYNEK LOKAT W LATACH 2003-2004**

### **1. Wstęp**

Podstawowym zadaniem większości banków centralnych jest stabilizacja cen. Jego realizacja jest możliwa poprzez szczegółowe poznanie i analizę wpływu decyzji monetarnych na sferę realną. Istota tego mechanizmu, zwanego mechanizmem transmisji impulsów monetarnych, polega na zarysowaniu dróg przepływu skutków decyzji banku centralnego oraz zbadaniu efektów stosowania odpowiedniego instrumentu polityki pieniężnej (impulsu). Celem każdego banku centralnego jest znalezienie takiego kanału transmisji, którego wykorzystanie pozwala najpełniej i najefektywniej realizować przyjęte założenia polityki pieniężnej (szerzej zob. [Kokoszczynski 1999, s. 12-20]). Jednym z najistotniejszych kanałów transmisji impulsów monetarnych – oprócz kanału kredytowego oraz kursu walutowego – jest kanał stopy procentowej, który poprzez stopy krótkoterminowe oddziałuje na stopy długoterminowe, a w efekcie na zagregowany popyt i inflację. Siła oddziaływania kanału stopy procentowej polega na możliwości bezpośredniej kontroli krótkoterminowych stóp procentowych poprzez kształtowanie poziomu krótkoterminowej stopy referencyjnej. Efektem pośrednim jest kształtowanie stopy realnej, będącej determinantem wielkości zagregowanego popytu, a zatem czynnikiem kształtującym poziom inflacji. Im przejrzystsze jest prowadzenie polityki pieniężnej, tym lepszy efekt oddziaływania na sferę realną oraz osiągnięcie zakładanej stabilizacji cen.

Konieczność zwiększenia przejrzystości polityki monetarnej skłoniła banki centralne do wyboru strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, który zastąpił popularne w latach osiemdziesiątych oraz dziewięćdziesiątych strategie kontroli agregatów monetarnych. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) zakłada [Bernanke, Mishkin 1999, s. 4] rezygnację z kontroli specyficznej wielkości pełniącej w trady-

cyjnych strategiach rolę celu pośredniego w zamian za kontrolę wszystkich dostępnych zmiennych mających wpływ na inflację. Najważniejszą zaletą tej strategii jest kierowanie się prostymi, logicznymi i jasnymi dla społeczeństwa kryteriami.

Wśród elementów składających się na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, takich jak [Bofinger 2001, s. 259]: przyjęcie przez bank centralny nadrzędnego celu, którym jest stabilizacja cen, ogłaszanie corocznego celu inflacyjnego, średnioterminowego celu na najbliższe lata oraz prognoz inflacyjnych, znaleźć można również intensywną komunikację ze społeczeństwem w zakresie planów, celów oraz decyzji władz monetarnych. Okazuje się bowiem, że im bardziej przejrzysta jest prowadzona polityka pieniężna, tym mniejsza zmienność stóp, będąca efektem reakcji uczestników rynku na niespodziewane sygnały ze strony banku centralnego [Andersson, Dillen, Sellin 2001].

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie wpływu polityki informacyjnej Narodowego Banku Polskiego (NBP) w zakresie prowadzonej przez niego polityki pieniężnej na międzybankowy rynek lokat. Postawiona teza mówi o tym, iż wraz z wydłużaniem się terminu zapadalności lokat rośnie wpływ interwencji słownych na ten segment rynku.

## 2. Polityka pieniężna NBP w latach 2003-2004

W Polsce strategia bezpośredniego celu inflacyjnego wprowadzona została w 1998 r., wraz z powołaniem Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Dzięki obranej strategii BCI, przy danym poziomie oczekiwań inflacyjnych, celem banku centralnego jest osiągnięcie takiego poziomu realnej stopy procentowej, który pozwoli mu osiągnąć cel inflacyjny. Jednym z instrumentów kształtujących stopy rynku międzybankowego jest stopa referencyjna oraz przeprowadzane operacje otwartego rynku (szerzej [Dziwok 2000]). Lata 2003-2004 przyniosły nowy etap dostosowywania instrumentarium polityki pieniężnej NBP do standardów Europejskiego Banku Centralnego. Od początku 2003 r. [*Założenia polityki...*] skróceniu uległ termin operacji otwartego rynku z 28 do 14 dni, a przetargi na bony pieniężne odbywały się jedynie w piątki. W efekcie pozbawienia banków codziennej możliwości lokowania wolnych środków w atrakcyjnie oprocentowane papiery banku centralnego znacznie wzrosła rola międzybankowego rynku lokat. Konsekwencją takiej decyzji stał się również wzrost zmienności stóp krótkoterminowych, które, pomimo istnienia korytarza (stopy lombardowej i depozytowej), silnie odzwierciedlały wahania popytu na środki rezerwy obowiązkowej szczególnie w okresach kończących miesięczny cykl jej rozliczania. Przez skrócenie terminu zapadalności operacji bank centralny dał wyraźny sygnał chęci zwiększenia kontroli nad pieniądzem krótkoterminowym oraz jego stopniowej stabilizacji<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Od stycznia 2005 r. NBP przeprowadza operacje otwartego rynku w postaci emisji 7-dniowych bonów pieniężnych.

Realizując konieczność zwiększania przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej, NBP co kwartał publikował *Raporty o inflacji*, w których przedstawiał źródła i konsekwencje procesów inflacyjnych, a także – po raz pierwszy w sierpniu 2004 r. – przedstawił projekcję inflacji na lata 2004-2006. Regularnie, raz w miesiącu, odbywały się posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, które tradycyjnie kończyły się publikacją komunikatu dotyczącego bieżących decyzji w prowadzonej polityce pieniężnej.

Okres ten to również zakończenie pierwszej, sześcioletniej kadencji rady, głośno krytykowanej za brak umiejętności porozumiewania się z rynkiem (zob. np. [Bujak 2002]). Nowi członkowie<sup>2</sup>, świadomi tego mankamentu, często podkreślali konieczność poprawy komunikacji zarówno z rządem, jak i z rynkami finansowymi [Karpiński 2004]: „Rzeczywiście, w moim przekonaniu wiele nieporozumień w kontaktach rady z rządem i parlamentem wynikało właśnie ze słabości w komunikowaniu się. [...] Tak więc do zrobienia na pewno jest bardzo dużo, ale to dość trudny proces”. W efekcie złożonych deklaracji od początku drugiej kadencji rady zmianie uległ sposób formułowania i publikowania komunikatów z posiedzeń rady, nowością stały się również konferencje prasowe. Jednakże pomimo rosnącego przekonania, iż oczekiwana poprawa w komunikacji nastąpiła [Wilkowicz 2004], nadal niektóre decyzje okazywały się dla ekonomistów sporym zaskoczeniem [Petru 2004a; 2004b; Chwiejczak 2004; Jankowiak 2004].

Rosnące znaczenie polityki informacyjnej, jako elementu prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej, skłania do zbadania reakcji rynku na wysyłane przez radę sygnały w postaci zarówno komunikatów, raportów, projekcji, jak i wywiadów poszczególnych jej członków. Skonstruowany model pozwoli ocenić, czy rynek prawidłowo odczytuje intencje rady, czy też istnieje podstawa do twierdzenia, że skutkiem większości decyzji dotyczących poziomu oficjalnych stóp jest gwałtowna reakcja rynków finansowych w postaci przesunięcia krzywej dochodowości.

### 3. Model reakcji rynku na politykę informacyjną NBP

Sam proces konstrukcji modelu opiera się na założeniu, że istnieje współzależność (w tym przypadku liniowa) pomiędzy określonymi wartościami zmiennych niezależnych (rentownością 14-dniowych operacji otwartego rynku, nastawieniem polityki pieniężnej, komunikatami członków Rady Polityki Pieniężnej) oraz odpowiadającymi im wartościami zmiennej zależnej (stopami rynku międzybankowego), którą można przedstawić za pomocą równania<sup>3</sup>:

---

<sup>2</sup> Członkami RPP drugiej kadencji zostali: Jan Czekaj, Stanisław Nieckarz, Mirosław Pietrewicz (Sejm), Marian Noga, Stanisław Owsiak, Halina Wasilewska-Trenkner (Senat), Dariusz Filar, Andrzej Sławiński, Andrzej Wojtyła (pełnomocnik Prezydenta).

<sup>3</sup> Zakłada się przy tym stacjonarność stóp WIBOR na podstawie rozszerzonego testu Dickeya-Fullera (ADF) – zob. [Kokoszyczyński 1999, s. 33].

$$Y(t) = \alpha_0 + \alpha_1 X_1(t) + \alpha_2 X_2(t) + \alpha_3 X_3(t) + \xi(t), \quad (1)$$

gdzie:  $y(t)$  – empiryczne wartości zmiennej zależnej (stopy rynku międzybankowego w dniu  $t$ ),

$x_1(t)$  – rentowność operacji otwartego rynku (przeliczona według bazy 365 dni),

$x_2(t)$  – stopień nastawienia polityki pieniężnej obowiązujący w dniu  $t$ ,

$x_3(t)$  – sygnały Rady Polityki Pieniężnej przedstawiane w formie komunikatów bądź wywiadów,

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  – parametry strukturalne,

$\xi(t)$  – składnik losowy.

W przypadku zmiennej zależnej  $Y$  brane były pod uwagę stopy WIBOR co najmniej tygodniowe, ze względu na to, iż stopy krótsze determinowane są głównie sytuacją płynnościową banków oraz skalą ich popytu na rezerwy (szerzej [Dziwok 2000, s. 105-150]).

Zmienna  $X_2$ , odzwierciedlająca obowiązujący w dniu  $t$  poziom restrykcyjności polityki pieniężnej, przedstawiona została za pomocą wzoru:

$$X_2 = \begin{cases} 0 & \text{nastawienie neutralne} \\ 1 & \text{nastawienie restrykcyjne} \end{cases}$$

Zmienna  $X_3$  jest subiektywną oceną polityki informacyjnej Rady Polityki Pieniężnej, która każdemu sygnałowi dotyczącemu zaostrożenia polityki pieniężnej przypisuje wartość +1, pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie zerowym, a informacjom sugerującym poluzowanie polityki – wartość ujemną  $-1^4$ .

Celem badania jest ocena istotności polityki informacyjnej RPP w kształtowaniu się stóp rynku międzybankowego. Statystyki otrzymanego modelu (*Model 1*), którego parametry są szacowane metodą najmniejszych kwadratów (dla 95% przedziału ufności), porównane zostały do statystyk prostej regresji liniowej (*Model 2*), wyrażającej naturalną zależność stóp rynkowych od stopy referencyjnej. Otrzymane wyniki wskazują, iż wraz z wydłużaniem się terminu zapadalności lokat maleje wpływ oficjalnej stopy NBP na ten segment rynku na rzecz czynników związanych z polityką informacyjną banku centralnego.

Otrzymane wyniki potwierdzają tezę, iż czynnikiem, którego znaczenie rośnie wraz z wydłużaniem się terminu lokat, jest polityka informacyjna RPP, co pozwala krytycznie odnieść się do opinii ekonomistów zarzucających radzie brak przewidywalności. Dodatkowo okazuje się, iż wysyłane przez radę sygnały są uważnie analizowane przez rynek finansowy i skutkują – zgodnie z teorią oczekiwań – przesunięciem krzywej dochodowości. O tym, że intencje banku centralnego są odczytywane poprawnie, świadczy znaczna poprawa parametrów modelu po dołączeniu zmiennych związanych z polityką informacyjną.

<sup>4</sup> Poszczególne komunikaty oraz wartości funkcji przedstawione zostały w załączniku.

Tabela 1. Porównanie statystyk regresji

	1W	2W	1M	3M	6M	9M	12M
<i>Model 1</i>							
Liczba obserwacji	521	521	521	521	521	521	521
$R^2$	93,27%	96,00%	96,22%	93,51%	89,38%	85,90%	83,90%
Błąd standardowy	15,15%	11,40%	10,79%	15,02%	21,82%	27,91%	32,78%
Statystyka F	2389	4134	4387	2484	1450	1050	1636
Test $t - X_1$	56,17	73,37	72,74	49,66	30,59	21,09	15,86
Test $t - X_2$	1,29	4,51	11,69	18,53	21,28	21,48	21,85
Test $t - X_3$	-1,21	0,35	2,72	11,28	13,75	13,47	13,45
ocena	-	-	+	+	+	+	+
<i>Model 2</i>							
$R^2$	93,25%	95,69%	93,81%	76,93%	51,97%	36,40%	26,22%
Błąd standardowy	15,15%	11,81%	13,78%	28,26%	46,31%	59,16%	70,04%
Test $t - X_1$	84,66	107,33	88,69	41,60	23,70	17,23	13,58

Źródło: opracowanie własne.

Warto jednocześnie podkreślić, iż dodanie dodatkowych zmiennych nie miało wpływu na rynek lokat 1- i 2-tygodniowych, czyli ściśle powiązanych z terminem operacji otwartego rynku, dla których podstawową determinantą pozostała jedynie stopa referencyjna.

#### 4. Podsumowanie

Od połowy lat dziewięćdziesiątych systematycznie rośnie znaczenie bezpośredniego celu inflacyjnego, jako podstawowej reguły służącej realizacji polityki pieniężnej. Coraz więcej banków centralnych (w tym i Europejski Bank Centralny) decyduje się na tę strategię nie tylko ze względu na wzrost przejrzystości, ale również w celu poprawy komunikacji z rynkami finansowymi oraz samym społeczeństwem. Choć NBP wprowadził BCI już w 1998 r., nadal jednym z podstawowych zarzutów ze strony ekonomistów jest brak dostatecznej przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej. spowodowanej niezadawalającą komunikacją z rynkami. Ze względu na to, iż praktycznie każdorazowa krytyka spotyka się z natychmiastowym odzewem członków rady, naturalna staje się chęć poznania faktycznego wpływu interwencji słownych na rynek. Ocena dokonana za pomocą modelu regresji liniowej z trzema zmiennymi objaśniającymi pozwala stwierdzić, iż począwszy od 1-miesięcznych lokat, systematyczne rośnie znaczenie sygnałów wysyłanych przez radę i to zarówno w postaci formułowanego nastawienia polityki pieniężnej, jak i oceny interwencji słownych. Oznacza to, że ta część polityki pieniężnej, choć wciąż niedoceniana, staje się coraz silniejszym narzędziem w osiągnięciu celu, jakim jest utrzymanie stabilnej i niskiej inflacji.

## Załącznik. Szacowanie wartości informacji słownych ( $X_3$ ) w latach 2003-2004

Data	Ocena	Wydarzenie (Autor/Informacja/ Źródło)
29.01.2003	-1	L. Balcerowicz: <i>Perspektywy inflacji są mniej więcej znane. Bank centralny dysponuje teraz prognozami, które roczny wskaźnik wzrostu cen w grudniu 2003 umieszczają w przedziale 2,0%-2,5%, czyli w granicach celu inflacyjnego, jaki wyznaczył sobie NBP. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Gazeta Bankowa”, 03.02.2003</i>
26.02.2003	-1	RPP: <i>Nowe dane ekonomiczne, które pojawiły się ostatnio potwierdzają utrzymujący się niski wzrost płac, dalszy spadek zatrudnienia. Spadek dynamiki budowlanej świadczy o nadal niskim popycie inwestycyjnym. Dodatkowo kolejny raz obniżeniu ulega bieżąca inflacja, niższe są oczekiwania inflacyjne osób fizycznych i analityków bankowych. Komunikat po posiedzeniu RPP, www.nbp.pl</i>
26.03.2003	-1	L. Balcerowicz: <i>Nawet gdyby złoty był słaby przez dwa, trzy kwartały, nie zagroziłoby to ani tegorocznemu celowi inflacyjnemu, ani celowi w przyszłości. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Gazeta Bankowa”, 31.03.2003</i>
24.04.2003	-1	D. Rosati: <i>Nie ma zagrożenia inflacyjnego i w związku z tym można dalej ostrożnie obniżać stopy procentowe, nie mówiąc, kiedy i ile oczywiście. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Gazeta Bankowa”, 05.05.2003</i>
05.05.2003	-1	W. Ziółkowska: <i>Chociaż opowiadam się za szybkim obniżaniem stóp, nie twierdzą, że można takim działaniem w sposób znaczący przyspieszyć wzrost PKB. Nie ma jednak wątpliwości, że wysokie stopy to gorsze wyniki przedsiębiorstw. „Gazeta Bankowa”, 05.05.2003</i>
09.06.2003	0	D. Rosati: <i>Cykl obniżek był konieczny – otwarte pozostaje tylko pytanie, kiedy powinien się zakończyć, ponieważ są już wyraźne, liczne i powtarzalne sygnały ożywienia w gospodarce. „Gazeta Bankowa”, 09.06.2003</i>
25.06.2003	0	L. Balcerowicz: <i>Wzmocnieniu uległy symptomy stopniowego ożywienia gospodarczego, a sygnały te ograniczają pole do kolejnych redukcji stóp procentowych. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 26.06.2003</i>
8.07.2003	0	L. Balcerowicz: <i>Dokonałiśmy ogromnych obniżek stóp. A jednocześnie coraz mocniejsze są sygnały stopniowego ożywienia gospodarki. To chyba coś mówi o tzw. przestrzni do dalszych obniżek. „Rzeczpospolita”, 09.07.2003</i>
19.07.2003	0	B. Grabowski, C. Józefiak: <i>Widać ożywienie gospodarcze. Mówimy o tym kolejny raz. To oznacza, że sygnały te się nasilają i potwierdzają. Trend redukcji stóp procentowych jest bliski wyczerpania. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 19-20.07.2003</i>
27.08.2003	0	L. Balcerowicz: <i>Wzmocniły się wyraźnie sygnały ożywienia gospodarczego, w tym inwestycyjnego. Obecny poziom stóp nie jest przeszkodą dla rozwoju gospodarczego. Jeżeli ożywienie gospodarcze nie będzie trwałe, to stanie się tak z powodu innych przyczyn. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 28.08.2003</i>
27.08.2003	0	B. Grabowski: <i>Rynek spodziewa się, że do końca roku rada obetnie stopy o 25-50 punktów bazowych, a rynki przestrzeliwią. Ostatnie dane wskazują jednak, że przestrzeń do obniżki maleje. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Gazeta Bankowa”, 01.09.2003</i>
22.09.2003	0	J. Czekaj: <i>Możliwości skokowego obniżenia stóp procentowych są dziś bardziej ograniczone niż rok czy dwa lata temu. Musimy także uwzględnić specyfikę polskiej gospodarki, która być może potrzebuje nieco wyższych stóp. „Gazeta Bankowa”, 22.09.2003</i>

30.09.2003	1	RPP: Zgodnie z przedstawionym projektem potrzeby pożyczkowe budżetu państwa w ujęciu netto istotnie rosną, co będzie stwarzało poważne ryzyko wzrostu długoterminowych rynkowych stóp procentowych, niezależnie od decyzji NBP. Opinia RPP do projektu ustawy budżetowej na rok 2004, <a href="http://www.nbp.pl">www.nbp.pl</a>
29.10.2003	1	L. Balcerowicz: Analiza czynników, które wpływają na przyszłą inflację, nie wskazywała na sensowność obniżki stóp. Z drugiej strony, uważaliśmy, że obecna nerwowość na rynkach finansowych wymagałaby ruchów w przeciwnym kierunku. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Gazeta Bankowa”, 03.11.2003
16.11.2003	1	RPP: W trzecim kwartale 2003 r. wzrosty oczekiwania inflacyjne osób prywatnych, natomiast prognozy inflacyjne analityków bankowych po wzroście, ustabilizowały się. Raport o inflacji za III kwartał 2003, <a href="http://www.nbp.pl">www.nbp.pl</a>
21.01.2004	1	L. Balcerowicz: Według NBP w ubiegłym roku wartość długu publicznego przekroczyła pierwszy próg, ostrożnościowy, czyli 50% PKB, i istnieje duże prawdopodobieństwo przekroczenia w tym roku drugiego progu, czyli 55%. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 22.01.2004
25.02.2004	1	A. Sławiński: [...]Obecnie bardziej prawdopodobne są podwyżki niż obniżki stóp. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 26.02.2004
31.03.2004	1	A. Wojtyła: Powtórzone ostrzeżenie (zmiany nastawienia na restrykcyjne) ma być sygnałem wskazującym na nastawienie rady do polityki pieniężnej. Ma służyć lepszemu komunikowaniu z rynkiem finansowym oraz temu, by decyzje rady nie były zbyt radykalne i nie stanowiły całkowitego zaskoczenia dla rynków. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 01.04.2004
27.04.2004	1	L. Balcerowicz: Obserwowane ożywienie gospodarcze powoduje, że rosną oczekiwania inflacyjne, a proces ten może ulec utrwaleniu. W efekcie może wystąpić ryzyko przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego, czyli poziomu 3,5%. RPP podejmie jednak działania, by do tego nie dopuścić. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 28.04.2004
07.05.2004	1	D. Filar: Samo sformułowanie „nastawienie restrykcyjne” oznacza, że prawdopodobieństwo wzrostu stóp jest wyższe niż jakiegokolwiek innej decyzji. Następnym krokiem najprawdopodobniej będzie podwyżka, ale nie jest przesądzone, kiedy nastąpi. „Gazeta Wyborcza”, 07.05.2004
26.05.2004	1	L. Balcerowicz: Dane (dotyczące trwałości wzrostu gospodarczego) są coraz lepsze, więc wątpliwości słabsze. Zwlekanie z zaostreniem polityki pieniężnej do ostatniego momentu może spowodować konieczność większych podwyżek w przyszłości. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 26.05.2004
30.06.2004	1	L. Balcerowicz: NBP przebadał przypadki innych banków centralnych, które po uzyskaniu niskiej inflacji stanęły przed groźbą jej wzrostu. Nie znaleźliśmy żadnego przypadku, gdzie reakcja ograniczałaby się do jednego ruchu. Konferencja po posiedzeniu RPP, „Rzeczpospolita”, 01.07.2004
28.07.2004	1	A. Wojtyła: Nie jest jasne, czy lepsze w naszej sytuacji byłoby podwyżki o 25 czy o 50 punktów bazowych. Obecna skala niepewności przemawia za tym, by podnosić stopy stopniowo. Konferencja po posiedzeniu RPP. „Rzeczpospolita”, 29.07.2004
25.08.2004	1	L. Balcerowicz: Celem decyzji rady jest przeciwdziałanie temu, by podwyżka inflacji nie uległa utrwaleniu. Konferencja po posiedzeniu RPP. „Rzeczpospolita”, 01.07.2004
19.09.2004	0	A. Sławiński: Przy wysokim bezrobociu zwiększa się ryzyko „przedozowania” restrykcyjności polityki pieniężnej. „Rzeczpospolita”, 18-19.09.2004

29.09.2004	0	RPP: Sygnały, które pojawiły się od publikacji sierpniowego Raportu o Inflacji, potwierdzają wcześniejsze prognozy wzrostu gospodarczego. Jeżeli obserwowana w trzecim kwartale br. aprecjacja złotego utrwali się, wówczas zwiększy się prawdopodobieństwo, że inflacja w średnim okresie będzie przebiegała nieco niższe niż przedstawiono w Raporcie. Komunikat po posiedzeniu RPP, <a href="http://www.nbp.pl">www.nbp.pl</a>
27.10.2004	0	RPP: W okresie od ostatniego posiedzenia Rady utrzymał się trend aprecjacji złotego, niskie tempo wzrostu wynagrodzeń i wygasaty cenowe skutki przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. W konsekwencji, bilans ryzyk dla przyszłej inflacji wskazuje na wzrost prawdopodobieństwa niższego przebiegu inflacji w stosunku do scenariusza przedstawionego w sierpniowym Raporcie o Inflacji. Komunikat po posiedzeniu RPP, <a href="http://www.nbp.pl">www.nbp.pl</a>
24.11.2004	-1	RPP: Dotychczasowe informacje wskazują, że dynamika inwestycji ukształtowała się na niższym poziomie niż wcześniej oczekiwano. Mimo że w dalszym ciągu obniża się liczba bezrobotnych, nie następuje wyraźny wzrost zatrudnienia. W październiku nasilił się spadek realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Zgodnie z projekcją inflacji, oczekuje się, że w najbliższych dwóch latach tempo wzrostu PKB może ukształtować się nieco niższe od prognozowanego w sierpniu 4,5-5,5%. Komunikat po posiedzeniu RPP, <a href="http://www.nbp.pl">www.nbp.pl</a>
15.12.2004	-1	RPP: Według danych GUS tempo wzrostu PKB w Polsce w III kwartale br. wyniosło 4,8% (wobec 6,1% w II kw. br.), jednak struktura wzrostu ukształtowała się odmiennie od oczekiwań. Wzrost spożycia indywidualnego był nieco niższy, zarówno w porównaniu z poprzednimi kwartałami, jak i w zestawieniu z szacunkami NBP. [...] Mimo że według wstępnych informacji stopa bezrobocia w listopadzie br. utrzymała się na poziomie zbliżonym do października, wciąż nie obserwuje się wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Komunikat po posiedzeniu RPP, <a href="http://www.nbp.pl">www.nbp.pl</a>

## Literatura

- Andersson M., Dillen H., Sellin P., *Monetary Policy Signaling and Movements in the Swedish Term Structure of Interest Rates*, Sveriges Riksbank Working Paper Series, nr 132, grudzień 2001.
- Bernanke B, Mishkin F, *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton University Press 1999.
- Bofinger P., *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University Press, Oxford 2001.
- Bujak P., *Daleko od ideału*, „Gazeta Bankowa” 26.07.2004.
- Chwiejczak P., *Niewiarygodna czy nieprzejrzysta*, „Rzeczpospolita” 01.09.2004.
- Dziwok E., *Wpływ operacji otwartego rynku na międzybankowy rynek lokat w aspekcie zarządzania rezerwą obowiązkową banku komercyjnego*, rozprawa doktorska, Katowice 2000.
- Jankowiak J., *Reguły, które są, ale ich nie ma*, „Rzeczpospolita” 09.11.2004.
- Karpiński S., *Praca nad poprawą komunikacji*, wywiad z Andrzejem Wojtyną, „Rzeczpospolita” 27.05.2004.



Kokoszczyński R. (red), *Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej: przegląd głównych teorii oraz specyfika transmisji w Polsce*, NBP, Materiały i Studia nr 91, 1999.

Petru R., *Kosztowny brak porozumienia RPP z rynkiem*, „Gazeta Wyborcza” 19.11.2004a.

Petru R., *Nieprzewidywalna RPP*, „Gazeta Wyborcza” 23.08.2004b.

*Założenia polityki pieniężnej na 2003 rok oraz Założenia polityki pieniężnej na 2004 rok*, RPP.

Wilkowicz Ł., *Presja narasta*, rozmowa z Dariuszem Filarem, „Gazeta Bankowa” 21.06.2004.

Wiśniewski J., *(Nie)właściwe sygnały*, „Gazeta Bankowa” 30.04-6.05.2002.

## **MONETARY POLICY SIGNALS AND INTERBANK POLISH MONEY MARKET IN 2003-2004**

### **Summary**

Since 1998 NBP have adopted a monetary policy approach which is generally described as “inflation targeting”. Following Bernanke, inflation targeting is characterised by the public announcement of official quantitative targets (or target ranges) for the inflation rate for one or more time horizons and good communication with the public about plans and objectives of monetary authorities. In opinion of most Polish economists most decision of RPP surprise the market and make it less stable.

The main goal of this article is to show the influence of central bank signals during two years, between 2003 and 2004. By using multiple regression with three explanatory variables: an official rate of 14-days NBP-bills (open market operation), monetary policy restriction's level and monetary policy speeches it can examine how various monetary policy signals affect term structure of interest rate. The longer interest rate is the stronger and more important are RPP speeches.

This article concludes that NBP communication plays an essential role in Polish monetary policy.