

452**UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 10 maja 2011 r.

w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2005 r. Nr 1, poz. 2, z późn. zm.¹⁾) uchwała się, co następuje:

§ 1. Przyjmuje się sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem podjęcia.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *M. Belka*

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: *A. Bratkowski, E. Chojna-Duch, Z. Gilowska, A. Glapiński, J. Hausner, A. Kaźmierczak, A. Rzońca, J. Winiecki, A. Zielińska-Głębocka*

¹⁾ Zmiany tekstu jednolitego wymienionej ustawy zostały ogłoszone w Dz. U. z 2005 r. Nr 167, poz. 1398, z 2006 r. Nr 157, poz. 1119, z 2007 r. Nr 25, poz. 162 i Nr 61, poz. 410, z 2008 r. Nr 209, poz. 1315 i 1317, z 2009 r. Nr 69, poz. 589 i Nr 143, poz. 1164, z 2010 r. Nr 109, poz. 709 i Nr 257, poz. 1724 oraz z 2011 r. Nr 75, poz. 398.

Załącznik do Uchwały Rady Polityki Pieniężnej
z dnia 10 maja 2011 r. (poz. 452)

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010

Warszawa, maj 2011

Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2010 r.	2354
2. Polityka pieniężna w 2010 r.	2358
2.1. Uwarunkowania makroekonomiczne polityki pieniężnej NBP w 2010 r.	2358
2.2. Polityka pieniężna w 2010 r.	2362
3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2010 r.	2369
3.1. Płynność sektora bankowego w 2010 r.	2369
3.2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2010 r.	2370
Załącznik 1. PKB i popyt krajowy	2377
Załącznik 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	2379
Załącznik 3. Bilans płatniczy	2382
Załącznik 4. Pieniądz i kredyt	2385
Załącznik 5. Opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2010 r.	2390
Załącznik 6. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2010 r.	2428

Przedstawiając *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej* Rada Polityki Pieniężnej wypełnia Artykuł 227 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej, który nakłada na Radę obowiązek złożenia Sejmowi sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w ciągu 5 miesięcy od zakończenia roku budżetowego. Zgodnie z Artykułem 53 ustawy o Narodowym Banku Polskim *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej* publikowane jest w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski”.

Sprawozdanie przedstawia główne elementy realizowanej strategii polityki pieniężnej, opis uwarunkowań makroekonomicznych i decyzji podejmowanych w zakresie polityki pieniężnej w roku objętym sprawozdaniem, a także opis stosowanych instrumentów polityki pieniężnej. Ponadto do *Sprawozdania* dołączono załączniki, w których przedstawiono kształtowanie się istotnych zmiennych makroekonomicznych, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* i wyniki głosowania członków Rady nad wnioskami i uchwałami.

Jak podkreślono w rozdziale 1 niniejszego *Sprawozdania*, decyzje władz monetarnych wpływają na gospodarkę ze znacznym opóźnieniem, a najsilniejszy ich wpływ obserwowany jest po upływie kilku kwartałów. Ponadto w gospodarce występują wstrząsy makroekonomiczne, które – choć w większości pozostają poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej – mogą w znacznej mierze wpływać na sytuację gospodarczą i procesy inflacyjne w kraju w krótkim, a niekiedy także w średnim okresie.

Przy ocenie polityki pieniężnej *ex post* należy brać pod uwagę powyższe uwarunkowania.

Rozdział 1

Strategia polityki pieniężnej w 2010 r.

W 2010 r. Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „RPP” albo „Rada”, realizowała *Założenia polityki pieniężnej na rok 2010* przyjęte 30 września 2009 r. W *Założeniach* tych w następujący sposób przedstawiono główne elementy realizowanej w 2010 r. strategii polityki pieniężnej.

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim w art. 3 ust. 1 określa, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Współcześnie banki centralne przez stabilność cen rozumieją inflację na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na inwestycje, oszczędności i inne ważne decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego. Zapewnienie tak rozumianej stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się swoimi decyzjami do osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Banki centralne traktują stabilność cen symetrycznie, co oznacza, że reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Po sprowadzeniu inflacji do niskiego poziomu, począwszy od 2004 r. RPP przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. RPP realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego.

Doświadczenia Narodowego Banku Polskiego, zwanego dalej „NBP”, oraz innych banków centralnych wskazują, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Występujący od 2008 r. globalny kryzys finansowy i recesja w gospodarce światowej spowodowały, że w polityce pieniężnej większą niż dotychczas rolę odgrywają czynniki związane ze stabilnością systemu finansowego, która jest niezbędna dla zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia uwzględnianie w polityce pieniężnej kwestii związanych ze stabilnością systemu finansowego. W związku z tym Rada podtrzymuje zasadniczą część dotychczasowego sposobu rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji, jednocześnie w części go uzupełniając:

- Po pierwsze, określenie cel ciągły oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione

jest również posługiwanie się kwartalnymi i rocznymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP, w budżecie państwa oraz w statystyce Unii Europejskiej, zwanej dalej „UE”. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej.

- Po drugie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie pozwala na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, co sprzyja prowadzeniu polityki pieniężnej, która w reakcji na wstrząsy wymaga mniejszych i rzadszych zmian stóp procentowych. Trwałe zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych sprzyja także mniejszej zmienności długoterminowych stóp procentowych w przypadku występowania wstrząsów mających wpływ na bieżący poziom inflacji.
- Po trzecie, występowanie wstrząsów w gospodarce jest nieuniknione. W zależności od siły wstrząsu i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różne są skala i okres odchylenia inflacji od przyjętego celu. Bank centralny zazwyczaj nie reaguje na takie odchylenia inflacji, które uznaje za przejściowe i które mieszczą się w przedziale wahań wokół celu. W krajach o trwale niskiej inflacji bank nie musi reagować nawet wówczas, gdy przejściowo inflacja odchyli się poza granice tego przedziału. W przypadku wstrząsów, które oceniane są jako powodujące trwałe odchylenie inflacji od celu, bank centralny odpowiednio modyfikuje parametry polityki pieniężnej.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy także od ich przyczyn i charakteru. Reakcja na wstrząsy popytowe stanowi problem relatywnie łatwiejszy, ponieważ w tym przypadku inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Podwyżka stóp procentowych osłabia aktywność gospodarczą i w dalszej kolejności presję inflacyjną. Wstrząsy podażowe stanowią trudniejszy problem dla polityki pieniężnej, bowiem w tym przypadku produkcja i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach. Niewłaściwa reakcja polityki pieniężnej na taki wstrząs może mieć daleko idące niekorzystne skutki dla gospodarki. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do znacznego spadku produkcji, ponieważ już sam wstrząs podażowy wpływa niekorzystnie na konsumpcję i inwestycje. Z kolei próba pełnego zamortyzowania – poprzez ekspansywną politykę pieniężną – realnych skutków wstrząsu podażowego, wywołującego wzrost cen i spadek produkcji, powoduje z reguły utrwalenie się wyższej inflacji i wymaga prowadzenia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Reakcja banku centralnego powinna zależeć od oceny trwałości skutków wstrząsu.
- Po piąte, znaczna część wstrząsów podażowych ma przejściowy charakter i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania na nie. Przy większych wstrząsach nawet przejściowe przyspieszenie wzrostu cen może wywołać względnie trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji wzrost inflacji ze względu na pojawienie się żądań płacowych. Zadaniem polityki pieniężnej jest więc w takiej sytuacji zapobieganie wtórnym skutkom wstrząsu podażowego (tzw. efektów drugiej rundy). Ryzyko powstania tego rodzaju efektów jest znaczne w krajach o krótkiej historii niskiej inflacji. Przy analizie wstrząsów podażowych przydatne stają się miary inflacji bazowej, które pozwalają przynajmniej częściowo odróżnić skutki przejściowe od trwałych zmian presji inflacyjnej.
- Po szóste, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na dynamikę ogólnego poziomu cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Długość tych opóźnień nie jest jednak stała i zależy w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych powodują, że banki centralne tylko w przybliżeniu mogą okre-

ślić opóźnienie, jakie występuje od podjęcia decyzji do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację. Dodatkowym czynnikiem zakłócającym działanie mechanizmu transmisji monetarnej mogą być zaburzenia w systemie finansowym.

- Po siódme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale również poprzez utrzymanie ich przez pewien czas na określonym poziomie. Utrzymanie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiące lub kwartałów) na niezmiennym poziomie jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdyż prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.
- Po ósme, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności. Wysoka niepewność wynika między innymi z faktu, że modele wykorzystywane przez banki centralne do prognozowania inflacji mogą zacząć gorzej odwzorowywać zachowanie gospodarki ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Oznacza to, że:
 - a) przy podejmowaniu decyzji konieczne jest uwzględnianie całokształtu dostępnych informacji, a nie tylko wyników projekcji inflacji
 - b) nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku oraz
 - c) ukierunkowana na przyszłość polityka pieniężna musi być przedstawiana otoczeniu jako dążenie do zrealizowania celu inflacyjnego w warunkach niepewności, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.
- Po dziewiąte, w polityce pieniężnej należy uwzględniać potrzebę zachowania stabilności finansowej, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwia efektywne funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście istotne jest kształtowanie się cen aktywów. Nadmierne i długotrwałe obniżenie stóp procentowych w warunkach niskiej inflacji i jednocześnie szybkiego wzrostu gospodarczego może prowadzić do szybkiego wzrostu cen aktywów, a przez to zwiększać ryzyko utworzenia się tzw. bąbli spekulacyjnych. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów rośnie prawdopodobieństwo ich odchylenia od poziomów uzasadnionych czynnikami fundamentalnymi, co powoduje wzrost ryzyka gwałtownego i znacznego ich spadku w przyszłości. Rodzi to zagrożenie dla stabilności systemu finansowego, a przez to dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności cen w dłuższym okresie. Polityka pieniężna wspierająca stabilność systemu finansowego jest więc długookresowo spójna z realizacją podstawowego celu działalności banku centralnego, tj. zapewnieniem stabilności cen, choć niekiedy może stwarzać ryzyko przejściowego odchylenia się inflacji od celu. Zachowanie spójności pomiędzy dążeniem do utrzymania inflacji na poziomie celu i wspieraniem stabilności systemu finansowego może – w pewnych warunkach – wymagać wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego. Przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne jest uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych, a także kursu walutowego.
- Po dziesiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego. Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa wraz z realizowaną polityką fiskalną na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej. Nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna jest najczęstszym powodem konieczności utrzymania stóp procentowych na wyższym poziomie.
- Po jedenaste, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Bilans ten jest tworzony na podstawie projekcji inflacji, oceny rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych, które mogą odbiegać od przebiegu przedstawionego w projekcji, a także kształtowania się zmiennych oraz informacji nieuwzględnionych bezpośrednio

nio w projekcji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji, banki centralne biorą pod uwagę kształtowanie się inflacji w przeszłości, ponieważ ma to wpływ na stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego. W tym kontekście istotna jest długość okresu, w którym inflacja utrzymywała się na poziomie zgodnym z celem oraz okresu, w którym się od niego odchyliła.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro oraz związanego z tym wejścia do ERM II, Rada dokona niezbędnych dostosowań strategii polityki pieniężnej oraz – w porozumieniu z Radą Ministrów – systemu kursowego do warunków wynikających z konieczności spełnienia kryteriów konwergencji niezbędnych do przyjęcia euro. Zdaniem Rady przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, tj. po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji RP oraz określeniu ścieżki obniżenia deficytu sektora finansów publicznych do poziomu odpowiadającego kryterium fiskalnemu z Maastricht.

Rada wyraża przekonanie, że w nadchodzących latach polityka gospodarcza w Polsce powinna być realizowana tak, aby poprzez przeprowadzenie reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, umożliwić trwale spełnienie kryteriów z Maastricht i w ten sposób osiągnięcie jak największych korzyści związanych z członkostwem w strefie euro.

Rozdział 2

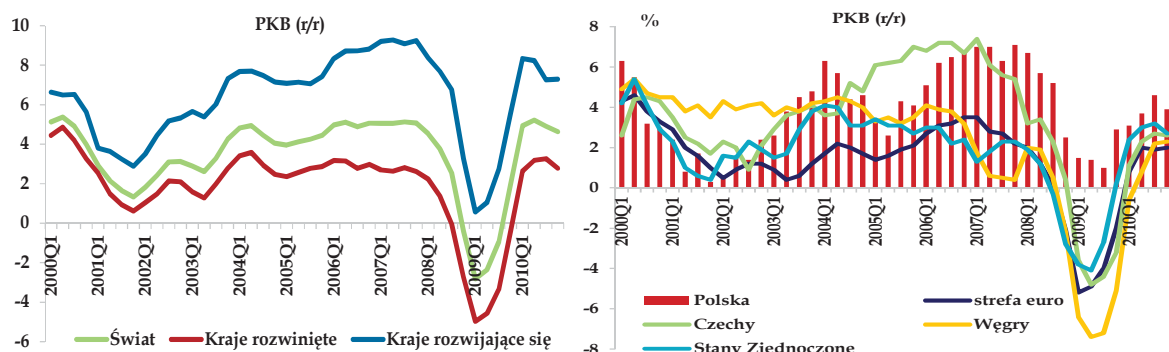
Polityka pieniężna w 2010 r.

2.1. Uwarunkowania makroekonomiczne polityki pieniężnej NBP w 2010 r.

W 2010 r. trwało ożywienie w gospodarce światowej, jakkolwiek w drugiej połowie roku wzrost gospodarczy na świecie był nieco wolniejszy niż w pierwszej połowie roku. Nadal utrzymywało się silne zróżnicowanie koniunktury między różnymi regionami gospodarki światowej. Wzrost gospodarczy w wielu krajach rozwiniętych był ograniczany przez niepewność dotyczącą przyszłej koniunktury, popytu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz sytuacji w sektorze bankowym. W części z tych gospodarek utrzymywało się wysokie bezrobocie. W gospodarkach wschodzących, głównie w Azji i Ameryce Łacińskiej, utrzymywała się dobra koniunktura, co przyczyniło się do ożywienia w handlu międzynarodowym i pobudzało eksport części krajów rozwiniętych (Stany Zjednoczone, Niemcy, Japonia). Wzrost eksportu wspierał odbudowę popytu krajowego w tych gospodarkach. Wyraźne ożywienie koniunktury nastąpiło w Niemczech, będących największym odbiorcą polskiego eksportu.

Wykres 2.1

Wzrost gospodarczy na świecie (lewy panel) i w wybranych krajach (prawy panel).



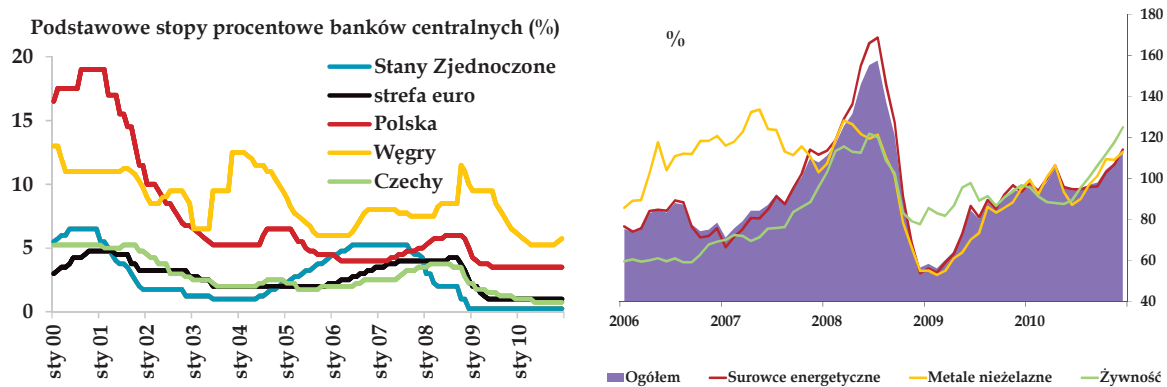
Źródło: Dane IMF, Reuters Ecwin, Eurostat.

Banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych kontynuowały ekspansywną politykę pieniężną, którą uzasadniały utrzymującą się niską presją inflacyjną oraz wysokim poziomem bezrobocia w tych krajach. Oprócz utrzymywania stóp procentowych na historycznie niskim poziomie, banki centralne skupowały papiery wartościowe, co przyczyniło się do zwiększenia podaży płynności na rynkach finansowych. Pod koniec ub.r. obawy o trwałość ożywienia gospodarczego skłoniły banki centralne w Stanach Zjednoczonych i Japonii do kontynuacji polityki ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. W tym samym czasie władze monetarne w wielu

gospodarkach wschodzących, w obliczu wzrostu inflacji i narastających nierównowag makroekonomicznych, zaostrzały politykę pieniężną.

Wykres 2.2

Podstawowe stopy procentowe wybranych banków centralnych (lewy wykres) i indeksy cen surowców na rynkach światowych (prawy wykres).



Źródło: Dane Reuters Ecowin, Eurostat, HWWI.

Większość krajów rozwiniętych utrzymywała duży deficyt w finansach publicznych, planując jego redukcję w kolejnych latach. W tych gospodarkach europejskich, które charakteryzowały się bardzo wysoką nierównowagą fiskalną, prowadzono działania ograniczające deficyt finansów publicznych. Znacząca nierównowaga fiskalna w wielu krajach rozwiniętych była istotnym czynnikiem niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie. W obliczu wysokiego poziomu deficytu sektora finansów publicznych, szybko rosnącego długu publicznego oraz zwiększonych kosztów dokapitalizowania sektora bankowego w niektórych krajach strefy euro, wzrosły obawy o ich wypłacalność, zwłaszcza w sytuacji, gdy w wyniku utraty konkurencyjności eksportu tych krajów, niepewne są perspektywy ich powrotu na ścieżkę stabilnego wzrostu gospodarczego. Efektem obaw o wypłacalność części krajów strefy euro był znaczący wzrost premii za ryzyko w stopach rentowności emitowanych przez nie obligacji skarbowych. Obawy te prowadziły także do okresowego nasilania się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych. Szczególnie silne napięcia wystąpiły w II kw. ub.r. w związku z problemami rządu Grecji z pozyskaniem środków na rynkach finansowych. W reakcji na te zaburzenia Unia Europejska i Międzynarodowy Fundusz Walutowy uruchomiły program pomocowy dla Grecji. Pod koniec roku takim programem została objęta także Irlandia. Ponadto Europejski Bank Centralny skupował papiery wartościowe zagrożonych niewypłacalnością krajów strefy euro w celu łagodzenia napięć na europejskim rynku finansowym.

Po wyraźnym spadku w okresie kryzysu finansowego, w 2010 r. ponownie zwiększył się napływ kapitału do gospodarek wschodzących. Sprzyjał temu szybszy wzrost gospodarczy w tych krajach niż w krajach rozwiniętych, a także - mimo zaburzeń na rynkach finansowych związanych z kryzysem zadłużeniowym w części krajów strefy euro - spadek awersji do ryzyka w warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Odzwierciedleniem tego napływu były rosnące ceny aktywów, głównie finansowych, a także presja na aprecjację kursów walutowych wielu gospodarek wschodzących. Część krajów wschodzących podejmowała działania mające przeciwdziałać tym procesom, w tym przeprowadzała interwencje walutowe. Silny napływ kapitału do krajów wschodzących oddziaływał także w kierunku ograniczenia skali podwyżek stóp procentowych przez ich banki centralne.

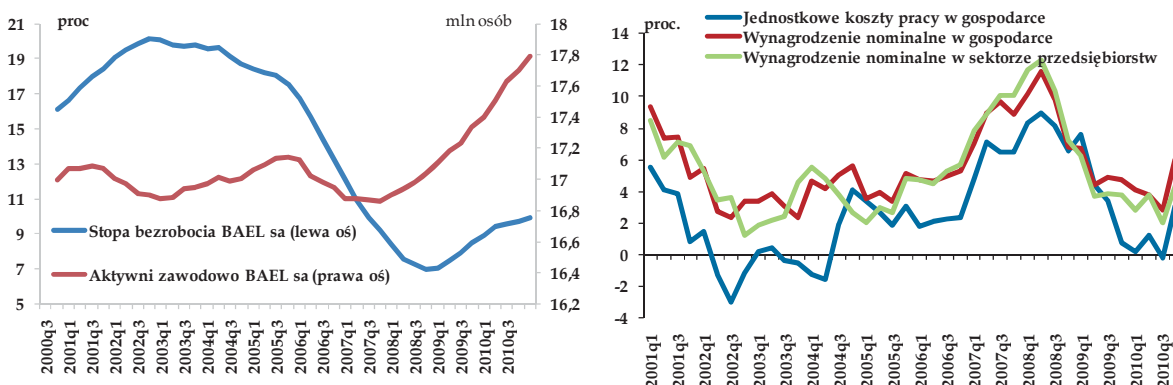
Ożywienie w gospodarce światowej w połączeniu z niekorzystnymi warunkami pogodowymi w niektórych krajach, a także duża podaż płynności na światowych rynkach finansowych sprzyjały

wzrostowi cen surowców, w tym rolnych i energetycznych. Wzrost ten, szczególnie silny w drugiej połowie roku, przyczynił się do zwiększenia inflacji na świecie w ostatnich miesiącach ub.r.

Wraz z ożywieniem w gospodarce światowej poprawiała się sytuacja gospodarcza w Polsce (Załącznik nr 1). Stopniowo rosło tempo wzrostu gospodarczego. W całym 2010 r. wyniosło ono 3,8% (wobec 1,7% w 2009 r.). Po spadku w poprzednim roku, zwiększył się popyt krajowy, co było związane głównie z przyspieszeniem dynamiki spożycia indywidualnego oraz odbudową zapasów przedsiębiorstw, silnie zmniejszonych w okresie światowej recesji¹. Jednocześnie, pomimo dobrych wyników finansowych, stopniowo rosnącego - choć umiarkowanego - wykorzystania mocy produkcyjnych, przedsiębiorstwa nadal ograniczały inwestycje. Przed zwiększeniem nakładów na środki trwałe mogła je powstrzymać podwyższona niepewność dotycząca perspektyw popytu. Utrzymał się także spadek inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych. Szybko rosły natomiast inwestycje publiczne. Ożywienie koniunktury na świecie, w tym zwiększony popyt na dobra eksportowane z Niemiec, znalazło odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście polskiego eksportu, po jego spadku w 2009 r. W wyniku jednoczesnego ożywienia importu wspieranego przez odbudowę popytu krajowego pogorszyło się saldo wymiany handlowej z zagranicą (Załącznik nr 3).

Wykres 2.3

Zmienne rynku pracy: aktywni zawodowo i stopa bezrobocia - dane po wyeliminowaniu wahań sezonowych (lewy wykres) oraz roczna dynamika wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy (prawy wykres).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Poprawie koniunktury gospodarczej w kraju towarzyszył wzrost popytu na pracę i zatrudnienia, widoczny od II kw. 2010 r. Jednocześnie jednak w 2010 r. wyraźnie zwiększyła się podaż pracy (tj. liczba osób aktywnych zawodowo). Szybszy wzrost podaży pracy niż popytu na pracę spowodował zwiększenie się bezrobocia, co wpłynęło na ograniczenie wzrostu wynagrodzeń. W ostatnim kwartale 2010 r. wzrost płac wyraźnie przyspieszył. Przyspieszenie to było częściowo związane z silnym wzrostem wynagrodzeń w administracji publicznej przed ich planowanym zamrożeniem w 2011 r. Przy utrzymującym się relatywnie stabilnym wzroście wydajności pracy, zmniejszanie się tempa wzrostu wynagrodzeń do III kw. 2010 r. sprzyjało utrzymywaniu się niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym okresie.

W 2010 r. nastąpił dalszy wzrost deficytu w finansach publicznych (z 7,1% PKB w 2009 r. do 7,9% PKB). Do wzrostu deficytu przyczynił się znaczący wzrost relacji wydatków publicznych do PKB (z 44,5% PKB do 45,7% PKB). Dotyczył on w szczególności zużycia pośredniego oraz inwestycji publicznych, co było związane z rosnącym wykorzystaniem środków UE oraz wydatkami na

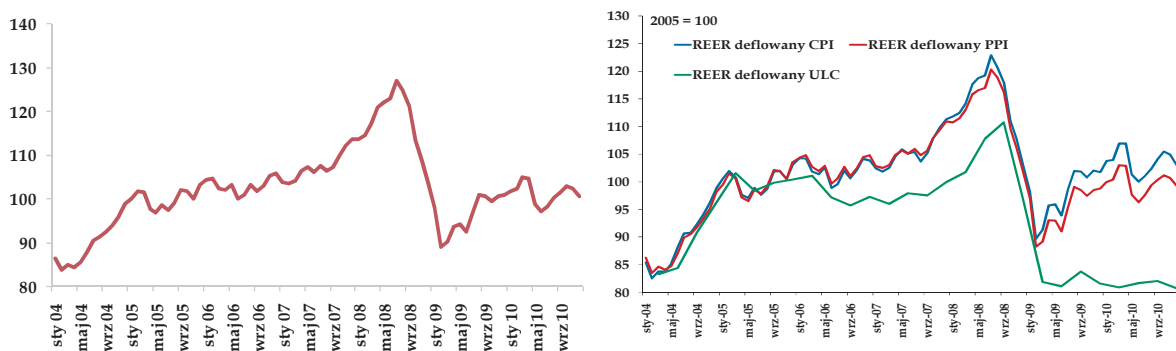
¹ W drugiej połowie roku wzrost popytu krajowego był częściowo podwyższony przez czynniki o charakterze jednorazowym: odbudowę majątku na obszarach popowodziowych oraz przesunięcie części wydatków ze względu na podwyżkę większości stawek VAT na początku 2011 r. i zniesienie odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową od 2011 r. Czynniki te jednocześnie zwiększały import, oddziałując w kierunku pogorszenia się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

walkę ze skutkami powodzi. Na sytuację sektora finansów publicznych negatywny wpływ miał także spadek wpływów z podatków bezpośrednich, związany w szczególności z rozliczaniem przez przedsiębiorstwa strat z lat ubiegłych. W trakcie roku były przedstawiane plany działań dostosowawczych, mających ograniczyć deficyt finansów publicznych w kolejnych latach². Część z tych działań znalazła odzwierciedlenie w ustawie budżetowej na 2011 rok oraz innych aktach prawnych przyjętych w ostatnim kwartale ub.r.

Pomimo poprawy sytuacji gospodarczej wartość kredytów bankowych dla sektora przedsiębiorstw obniżyła się w 2010 r., co w części wynikało z ograniczonego popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw (Załącznik nr 4). Jednocześnie wyraźnie osłabł przyrost kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Do osłabienia tego przyczyniło się zaostrzenie kryteriów ich udzielania związane z pogorszeniem się jakości portfela tych kredytów, a także z wprowadzeniem przez banki zaleceń Rekomendacji T. Zwiększyło się natomiast tempo przyrostu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Po wyraźnym spadku w 2009 r., nieznacznie wzrósł udział kredytów w walutach obcych w nowo udzielanych kredytach mieszkaniowych.

Wykres 2.4

Nominalny efektywny kurs złotego (lewy panel) oraz realny efektywny kurs złotego (prawy panel); (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Dane Bank of International Settlements, NBP i Komisji Europejskiej.

Zmiany na światowych rynkach finansowych istotnie wpływały na sytuację na krajowym rynku finansowym. W pierwszych miesiącach ub.r. poprawa nastrojów na rynkach międzynarodowych oraz korzystne dane dotyczące polskiej gospodarki sprzyjały wzrostowi cen krajowych aktywów finansowych oraz aprecjacji złotego. W II kw. 2010 r. nastąpił znaczący wzrost awersji do ryzyka związany z kryzysem fiskalnym w Grecji. Przyczynił się on do przejściowego wzrostu rentowności polskich obligacji i deprecjacji złotego. Mimo ponownego osłabienia kursu złotego pod koniec ub.r., wynikającego ze wzrostu napięć na rynkach finansowych związanego z kryzysem zadłużeniowym w Irlandii, w całym 2010 r. kurs złotego umocnił się wobec poprzedniego roku. Podobnie, pomimo pewnych wahań, w całym 2010 r. nastąpił wzrost cen akcji notowanych na polskim rynku. Wzrostowi cen aktywów i aprecjacji złotego sprzyjał znaczący napływ kapitału portfelowego do Polski. Szczególnie dużo kapitału napływało w pierwszych trzech kwartałach ub.r. na rynek skarbowych papierów wartościowych. Napływ ten znalazł też odzwierciedlenie we wzroście udziału nierezydentów w polskim rynku obligacji rządowych.

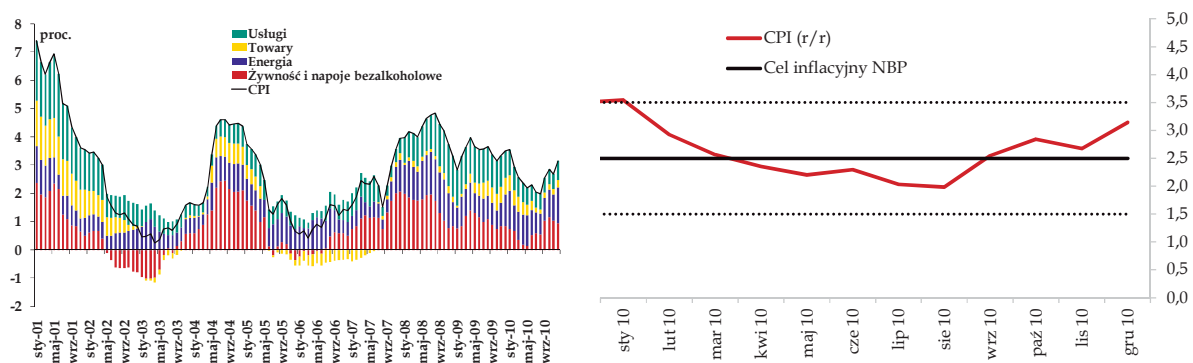
W 2010 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. Consumer Price Index - CPI) obniżył się o 0,9 pkt proc. wobec 2009 r. i wyniósł 2,6%, kształtując się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP, określonego na poziomie 2,5%. W sześciu miesiącach 2010 r. roczny wzrost wskaźnika CPI był niższy lub równy 2,5%, natomiast w pozostałych sześciu miesiącach był on wyższy od 2,5% (Załącznik nr 2). W każdym miesiącu 2010 r. inflacja utrzymała się w założonym przedziale odchylenia od celu inflacyjnego (tj. 2,5% +/- 1 pkt proc.).

² Zob. Plan Rozwoju i Konsolidacji Finansów ze stycznia ub.r., Aktualizacja Programu Konwergencji z lutego oraz Wieloletni Plan Finansów Państwa z sierpnia.

Od stycznia do sierpnia 2010 r. następował systematyczny spadek rocznego wskaźnika CPI (z 3,5% w styczniu do 2,0% w sierpniu 2010 r.), w tym także wskaźników inflacji bazowej, czemu sprzyjały niska presja popytowa i ograniczona dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, a także obserwowana do początku kwietnia systematyczna aprecjacja kursu złotego. Natomiast od września roczny wskaźnik CPI wzrastał (z 2,5% we wrześniu do 3,1% w grudniu), do czego przyczyniły się głównie rosnące ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych. Jednocześnie do listopada 2010 r. inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności utrzymywała się na umiarkowanym poziomie. Wzrost cen surowców na świecie przyczynił się także do stopniowego przyspieszenia dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, choć - podobnie jak roczny wzrost wskaźnika CPI - w całym 2010 r. była ona niższa niż w poprzednim roku (2,1% wobec 3,4% w 2009 r.).

Wykres 2.5

Wpływ głównych grup na roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych (lewy wykres) oraz roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego (prawy wykres).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

2.2. Polityka pieniężna w 2010 r.

W 2010 r., podejmując decyzje dotyczące polityki pieniężnej, Rada - podobnie jak w poprzednich latach - brała pod uwagę perspektywę kształtowania się inflacji w średnim okresie. Na decyzje Rady miała wpływ zmieniająca się ocena czynników wpływających na prawdopodobieństwo ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Ocena ta brała pod uwagę informacje dotyczące przebiegu procesów gospodarczych, a także wyniki prognoz opracowywanych w NBP oraz innych ośrodkach badawczych.

W 2010 r., wobec utrzymującej się ograniczonej presji inflacyjnej i płacowej w Polsce oraz znacznej niepewności dotyczącej trwałości ożywienia gospodarczego na świecie i przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce, a także silnego napływu kapitału do gospodarek wschodzących, Rada utrzymywała podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,5%. Biorąc natomiast pod uwagę, że w 2010 r. wygasły zasadnicze przyczyny zaburzeń płynnościowych na rynkach finansowych, w październiku 2010 r. Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt proc. z 3,0% do 3,5%, tym samym przywracając ją do poziomu sprzed kryzysu finansowego³. Podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej miało także stanowić sygnał gotowości Rady do reagowania na nasilenie się presji inflacyjnej.

* * *

³Decyzja ta miała zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31 grudnia 2010 r.

W I kw. 2010 r. trwało ożywienie koniunktury na świecie, czemu sprzyjała silnie ekspansywna polityka makroekonomiczna w wielu krajach. Dane napływające w tym okresie wskazywały na powolny wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro i wyraźniejszą poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych. W gospodarkach krajów rozwiniętych utrzymywała się jednak niekorzystna sytuacja na rynku pracy oraz ograniczona - mimo pewnych oznak poprawy - akcja kredytowa. Natomiast w największych gospodarkach wschodzących, w tym Chinach, obserwowane było przyspieszenie wzrostu PKB, czemu towarzyszyło zwiększające się tempo wzrostu akcji kredytowej i rosnące ceny aktywów.

Główne banki centralne prowadziły nadal ekspansywną politykę pieniężną utrzymując stopy procentowe na historycznie niskich poziomach oraz kontynuując programy ilościowego łagodzenia polityki monetarnej. W tym samym czasie polityka pieniężna banków krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej pozostawała akomodacyjna (Czechy) lub była nadal łagodzona (Węgry, Rumunia).

W omawianym okresie następowała aprecjacja kursów walut wielu gospodarek wschodzących, w tym nastąpiła wyraźna aprecjacja złotego związana z silnym napływem kapitału zagranicznego do Polski. Jednocześnie na międzynarodowych rynkach finansowych zwiększał się poziom niepewności, związany z napiętą sytuacją fiskalną w części gospodarek strefy euro, w szczególności w Grecji.

W Polsce dane o PKB sygnalizowały ożywienie aktywności gospodarczej w IV kw. 2009 r., choć dynamika popytu krajowego była nadal niska. Utrzymywał się niski wzrost spożycia indywidualnego, a przedsiębiorstwa ograniczały inwestycje. Nadal spadała liczba pracujących w gospodarce, co w połączeniu ze wzrostem aktywności zawodowej prowadziło do dalszego wzrostu bezrobocia. Oddziaływał on w kierunku ograniczenia presji płacowej. Stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw na początku 2010 r. sygnalizowała jednak wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy. Utrzymywała się niska dynamika kredytów dla sektora niefinansowego, w szczególności dla sektora przedsiębiorstw.

W okresie styczeń-marzec 2010 r. roczna inflacja CPI, zgodnie z oczekiwaniami Rady, obniżyła się wyraźnie z 3,5% do 2,6%, a więc do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego NBP (2,5%). Obniżyła się także inflacja bazowa. W kierunku ograniczenia inflacji oddziaływała niska presja popytowa, umiarkowane tempo wzrostu kosztów pracy, wyraźna aprecjacja kursu złotego, a także statystyczne efekty bazy. Jednocześnie Rada podkreślała, że spadek inflacji w 2010 r. może być ograniczany przez wzrost cen surowców na rynkach światowych oraz wzrost cen administracyjnych.

Na posiedzeniach w okresie styczeń - marzec 2010 r. Rada oceniała prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu za zbliżone. Na początku roku Rada podkreślała, że poprawa globalnej koniunktury i wcześniejsze złagodzenie polityki pieniężnej sprzyjały powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. Istotnym źródłem niepewności dla przyszłego wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie, a w konsekwencji również dla krajowej polityki pieniężnej, były natomiast efekty dotychczasowego prowadzenia, a także przewidywanych zmian ekspansywnej polityki makroekonomicznej za granicą. W marcu Rada oceniła, że umiarkowana presja inflacyjna w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej oraz niepewność dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce, w połączeniu z dotychczasową aprecjacją kursu złotego, uzasadniały utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. W efekcie w I kw. 2010 r. Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,5%.

W pierwszych miesiącach 2010 r. odnotowano silny napływ kapitału zagranicznego do krajów wschodzących, w tym do Polski, co doprowadziło do znaczącej aprecjacji kursu złotego. 9 kwietnia 2010 r. Narodowy Bank Polski dokonał zakupu pewnej ilości walut obcych na rynku. W in-

formacji po posiedzeniu w dniach 27-28 kwietnia 2010 r. Rada potwierdziła, że przeprowadzenie takiej transakcji było zgodne z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2010*.

W II kw. 2010 r. pojawiały się kolejne sygnały ożywienia w gospodarce światowej, jakkolwiek utrzymywało się istotne zróżnicowanie skali poprawy aktywności gospodarczej między poszczególnymi regionami. W Stanach Zjednoczonych pojawiły się oznaki poprawy sytuacji na rynku pracy. Jednak zakończenie programów stymulacyjnych (w szczególności dotyczących rynku nieruchomości i popytu konsumpcyjnego) zbiegło się w czasie z ponownym osłabieniem ożywienia gospodarczego. W strefie euro PKB w I kw. wzrósł nieznacznie. Jego wzrost był ograniczany przez spadek konsumpcji i inwestycji. Nadal niekorzystna była sytuacja na rynku pracy. Niepewność dotycząca krótkookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego w tym regionie była zwiększana przez nasilenie się kryzysu finansów publicznych w Grecji oraz wzrost obaw o sytuację fiskalną części innych gospodarek strefy euro. Jednocześnie w gospodarkach wschodzących utrzymywał się szybki wzrost gospodarczy.

Polityka pieniężna w największych gospodarkach rozwiniętych pozostała ekspansywna. W analizowanym okresie Rezerwa Federalna zakończyła nadzwyczajne programy płynnościowe stosowane w latach 2007-2009 w celu wspierania rynków kredytowych, utrzymując jednocześnie ogłoszony wcześniej program łagodzenia ilościowego (polegający na zakupie papierów wartościowych). Wobec napięć na europejskich rynkach finansowych wydłużył się okres utrzymywania przez EBC stóp procentowych na historycznie niskim poziomie. Od maja 2010 r. EBC dokonywał sterylizowanego zakupu na rynku wtórnym obligacji rządowych krajów zagrożonych kryzysem zadłużenia⁴. Równocześnie w części krajów rozwijających się, charakteryzujących się silnym wzrostem gospodarczym, rozpoczęto stopniowe zaostrzanie polityki makroekonomicznej. W tym samym czasie banki centralne w krajach Europy Środkowo-Wschodniej nadal obniżały stopy procentowe (Czechy, Węgry, Rumunia).

W związku z niepewnością związaną z kryzysem fiskalnym w Grecji wzrosła zmienność cen aktywów na międzynarodowych rynkach finansowych, w szczególności na rynkach surowców. Nastąpiła wyraźna deprecjacja euro wobec dolara amerykańskiego. Wzrost awersji do ryzyka przyczynił się do osłabienia walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Skala zaburzeń na rynkach finansowych zmniejszyła się w czerwcu. Wyhamował spadek cen aktywów finansowych uznawanych za bardziej ryzykowne. Przyczyniły się do tego działania instytucji międzynarodowych: program pomocowy UE i MFW dla Grecji, utworzenie Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji Finansowej oraz Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej, a także zakup przez EBC obligacji krajów zagrożonych kryzysem zadłużeniowym.

W Polsce pojawiały się kolejne sygnały świadczące o stopniowej poprawie koniunktury. Przed wszystkim rosła dynamika produkcji przemysłowej. Nastąpił także nieznaczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, jakkolwiek w I kw. 2010 r. nadal spadała liczba pracujących w całej gospodarce. Utrzymujący się podwyższony poziom bezrobocia ograniczał wzrost płac. Wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw pozostawał umiarkowany. Nastąpił dalszy spadek dynamiki wynagrodzeń w gospodarce. Jednocześnie nadal brak było oznak ożywienia w inwestycjach przedsiębiorstw. Do ich spadku przyczyniało się relatywnie niskie, choć stopniowo rosnące, wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz niepewność dotycząca perspektyw popytu. Niska aktywność inwestycyjna i dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw powodowały mały popyt na kredyty bankowe, pomimo stopniowego łagodzenia kryteriów ich przyznawania. W tym samym czasie tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ustabilizowało się na umiarkowanym poziomie.

W omawianym okresie, zgodnie z oczekiwaniami Rady, wskaźnik inflacji CPI dalej obniżał się i od kwietnia kształtował się poniżej celu inflacyjnego. Na spadek inflacji CPI w tym okresie złożył

⁴ EBC zapowiedział też przeprowadzenie długoterminowych operacji otwartego rynku zasilających banki w płynność w euro.

się spadek rocznej dynamiki cen żywności oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. W kierunku obniżenia się rocznego wskaźnika inflacji oddziaływały niska presja popytowa, wcześniejsza aprecjacja kursu złotego oraz umiarkowane tempo wzrostu kosztów pracy. Do jego spadku przyczyniły się również efekty bazy.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, w II kw. Rada oceniała, że niska presja inflacyjna w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej oraz niepewność odnośnie do wpływu sytuacji w otoczeniu zewnętrznym na polską gospodarkę, w tym na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce i kształtowanie się kursu złotego, uzasadniały utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej na poziomie 3,5%. W kwietniu i maju - podobnie jak w poprzednich miesiącach - Rada oceniała prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu za zbliżone. W czerwcu Rada podkreśliła jednak, że przeprowadziła dyskusję nad czynnikami, które w średnim okresie mogą wzmacniać presję inflacyjną.

W kwietniu 2010 r. Rada poparła wniosek Ministra Finansów o przedłużenie dostępu Polski do Elastycznej Linii Kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W lipcu Międzynarodowy Fundusz Walutowy przyznał Polsce ponownie dostęp do Elastycznej Linii Kredytowej w wysokości 20,4 mld USD⁵. Zgodnie z deklaracjami władz nie zamierzano wykorzystać tych środków, a możliwość skorzystania z tego instrumentu była traktowana jako rodzaj zabezpieczenia przed ewentualnymi negatywnymi skutkami ponownego wzrostu niepewności na rynkach finansowych.

W sierpniu i wrześniu dane napływające z gospodarki światowej wskazywały na obniżenie się w II kw. tempa wzrostu w części największych gospodarek oraz na możliwe dalsze osłabienie globalnego ożywienia w drugiej połowie roku. Dotyczyło to szczególnie tych krajów rozwiniętych, w których wzrost gospodarczy był ograniczany wskutek zmniejszania wydatków gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Ożywienie hamowała także konieczność restrukturyzacji aktywów instytucji finansowych. Dodatkowo, źródłem niepewności odnośnie do przyszłej sytuacji gospodarczej były skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej w dużej części tych krajów oraz zapowiadane jej ograniczenia, a także ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez główne banki centralne. Jednocześnie pozytywne sygnały napływały z Niemiec, głównego partnera handlowego Polski, gdzie w II kw. poziom aktywności gospodarczej wyraźnie wzrósł. Czynnikiem niepewności dla kontynuacji ożywienia w tym kraju w kolejnych kwartałach było jednak ryzyko osłabienia popytu na świecie.

Słabnięcie koniunktury w amerykańskiej gospodarce skłoniło Rezerwę Federalną do zapowiedzi zwiększenia skali programu zakupu papierów wartościowych przy jednoczesnym podtrzymaniu zapowiedzi utrzymania stóp procentowych na historycznie niskim poziomie przez dłuższy okres. Również w strefie euro wydłużył się okres, w którym oczekiwano utrzymania stóp procentowych EBC na historycznie niskim poziomie. Jednocześnie w największych gospodarkach rozwijających się kontynuowano stopniowe zaostrzanie polityki makroekonomicznej. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej stopy procentowe pozostały niezmiennione.

W omawianym okresie wyraźnie wzrosły ceny surowców na rynkach światowych. Równocześnie ponownie zwiększył się napływ kapitału do gospodarek wschodzących prowadząc do aprecjacji walut tych krajów, w tym umocnienia złotego.

⁵ Elastyczna Linia Kredytowa to instrument MFW, do którego dostęp przyznawany jest wyłącznie krajom cechującym się solidnymi fundamentami gospodarczymi, które w przeszłości prowadziły odpowiedzialną politykę makroekonomiczną i w przypadku których istnieje wola i duże prawdopodobieństwo kontynuacji takiej polityki w przyszłości. Polska po raz pierwszy uzyskała dostęp do Elastycznej Linii Kredytowej w maju 2009 r.

Dane o PKB w Polsce w II kw. wskazywały na pewne przyspieszenie popytu konsumpcyjnego, przy nadal malejących inwestycjach. Dane miesięczne dotyczące III kw. sygnalizowały stabilizowanie się tempa wzrostu gospodarczego. Utrzymywał się szybki wzrost produkcji przemysłowej. Rosła także produkcja budowlano-montażowa i sprzedaż detaliczna. Nadal zwiększało się wykorzystanie mocy produkcyjnych. Oceniano, że dobre dane o sprzedaży detalicznej w III kw. mogły być w części wynikiem przejściowego wzrostu popytu związanego z wymianą dóbr trwałego użytku na terenach popowodziowych, zwiększonymi zakupami samochodów w związku z zapowiedzianym na koniec 2010 r. zniesieniem odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową oraz przesunięciem części wydatków ze względu na podwyżkę stawek VAT na początku 2011 r. Pomimo wzrostu zatrudnienia bezrobocie pozostało na relatywnie wysokim poziomie. Nie pojawiły się sygnały narastania presji płacowej. Do III kw. obniżała się dynamika wynagrodzeń w gospodarce. Jednocześnie od lipca zaczęły pogarszać się wskaźniki ufności konsumenckiej. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw pozostawała ograniczona, czego przyczyną był przede wszystkim niski popyt na kredyt. Stopniowo zwiększała się natomiast dynamika kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Roczna dynamika tych kredytów wyraźnie przekraczała tempo wzrostu dochodów do dyspozycji możliwe do osiągnięcia bez ryzyka wzrostu inflacji.

W omawianym okresie roczna inflacja CPI utrzymywała się poniżej celu inflacyjnego NBP. Równocześnie obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej. Rada zwracała jednak uwagę, że choć inflacja kształtowała się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego, wzrost cen żywności i energii, przyspieszenie dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz zapowiedziana zmiana stawek VAT w 2011 r., powodująca wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w sierpniu, mogą przełożyć się na stopniowe podwyższenie się inflacji w kolejnych miesiącach.

Na posiedzeniach w okresie sierpień-wrzesień Rada uznała, że umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego i towarzysząca mu ograniczona presja płacowa i inflacyjna wraz z ryzykiem osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie w kolejnych kwartałach uzasadniają utrzymanie restrykcyjności polityki pieniężnej na dotychczasowym poziomie. Ponadto, Rada oceniała, że podwyżka stóp procentowych NBP mogłaby zwiększać ryzyko zbyt szybkiej aprecjacji kursu złotego. Uwzględniając powyższe uwarunkowania, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,5%. Jednocześnie Rada podkreślała, że analizuje czynniki mogące wzmacniać presję inflacyjną.

W IV kw. 2010 r. aktywność gospodarcza w największych krajach rozwiniętych była nadal ograniczana przez wysoki poziom bezrobocia oraz trwające dostosowania w bilansach podmiotów gospodarczych. Jednocześnie dalej poprawiała się koniunktura w Niemczech, gdzie silny popyt zewnętrzny prowadził do stopniowej odbudowy popytu krajowego. W omawianym okresie nieznacznie spowolnił wzrost w największych gospodarkach wschodzących. Przyczyniło się do tego zaostrzenie polityki gospodarczej w części z nich, mające na celu ograniczenie ryzyka narastania nierównowagi makroekonomicznej. Wysoki stopień nierównowagi fiskalnej w wielu gospodarkach rozwiniętych, a także skutki ekspansji monetarnej przy wykorzystaniu niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez główne banki centralne, pozostawały istotnym źródłem niepewności dla przyszłego wzrostu gospodarczego.

Polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostała ekspansywna. W listopadzie 2010 r. Rezerwa Federalna ogłosiła decyzję o zwiększeniu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej, a EBC zwiększył w listopadzie i grudniu skalę skupu obligacji rządowych w związku z nasileniem się napięć na europejskich rynkach finansowych. W Europie Środkowo-Wschodniej większość banków centralnych pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie (Czechy, Rumunia). Jedynie Węgry w listopadzie 2010 r. rozpoczęły zaostrzenie polityki pieniężnej.

Oczekiwania na ponowne zwiększenie ekspansji monetarnej w Stanach Zjednoczonych sprzyjały poprawie nastrojów na rynkach finansowych na początku IV kw. Przyczyniły się one do aprecja-

cji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Z kolei nasilenie się w listopadzie problemów budżetowych w niektórych krajach strefy euro, w szczególności Irlandii, oddziaływało w kierunku zwiększenia niepewności na rynkach finansowych, i - w efekcie - deprecjacji złotego pod koniec 2010 r. W całym analizowanym okresie silnie wzrastały ceny ropy naftowej i innych surowców na rynkach światowych.

Dane dotyczące polskiej gospodarki sygnalizowały zwiększenie się w drugiej połowie 2010 r. rocznego tempa wzrostu gospodarczego w porównaniu z pierwszą połową roku. Przyczyniło się do tego przyspieszenie wzrostu konsumpcji, któremu sprzyjało rosnące zatrudnienie oraz prawdopodobnie wspomniane wcześniej czynniki o charakterze przejściowym. Systematycznie zwiększało się wykorzystanie mocy wytwórczych, utrzymywała się także dobra sytuacja finansowa i płynnościowa przedsiębiorstw. Szybko rosła produkcja przemysłowa, wzrastała także produkcja budowlano-montażowa. Jednocześnie, pomimo utrzymującego się wzrostu zatrudnienia, stopniowo rosła stopa bezrobocia. Dynamika wynagrodzeń w gospodarce do III kw. obniżała się, czego efektem był spadek jednostkowych kosztów w pracy w gospodarce w III kw. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw pozostawała ograniczona, zaś wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych był stabilny i relatywnie wysoki.

W omawianym okresie inflacja CPI wzrosła powyżej celu inflacyjnego. Do jej wzrostu przyczynił się głównie wzrost dynamiki cen żywności i energii, związany ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Większość wskaźników inflacji bazowej pozostawała natomiast na umiarkowanym poziomie, tj. poniżej 2,5%.

Na posiedzeniach w IV kw. 2010 r. Rada uznała, że ograniczona presja inflacyjna i płacowa w polskiej gospodarce, niepewność dotycząca ożywienia wzrostu gospodarczego na świecie, a w październiku i listopadzie dodatkowo także utrzymujące się ryzyko zwiększenia napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski, w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, uzasadniały utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca 2010 r. W efekcie Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,5%. Tym niemniej w okresie październik-grudzień Rada podkreślała, że będzie w dalszym ciągu analizowała ewentualne sygnały narastania presji inflacyjnej.

W październiku Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt proc. z 3,0% do 3,5%, tj. do poziomu sprzed kryzysu finansowego. Rada podkreślała, że stopa rezerwy obowiązkowej została obniżona w ramach działań antykryzysowych w okresie silnych zaburzeń płynnościowych na rynkach finansowych i wobec wygaśnięcia tych zaburzeń uzasadnione było podwyższenie tej stopy do jej poziomu sprzed kryzysu. Decyzja o podniesieniu stopy rezerw obowiązkowych była zarazem sygnałem gotowości Rady do reagowania na nasilenie się presji inflacyjnej.

* * *

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego była, podobnie jak w poprzednich latach, komunikacja z otoczeniem, polegająca na przedstawianiu przez Radę oceny aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2010 r. nadal należały publikowane cyklicznie: *Raporty o inflacji*, *Informacje po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* (i towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniu Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*⁶ (Załącznik nr 5), a także publikowane raz w roku: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na 2009 r. i Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*. W *Założe-*

⁶W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (Załącznik nr 5) znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które istotnie wpływały na decyzje podejmowane przez Radę w 2010 r.

niach polityki pieniężnej na rok 2011 Rada utrzymała podstawowe elementy dotychczasowej strategii polityki pieniężnej NBP, jednocześnie częściowo je modyfikując.

Rozdział 3

Instrumenty polityki pieniężnej w 2010 r.

W 2010 r. Narodowy Bank Polski realizował politykę pieniężną oddziałując na poziom inflacji za pomocą stóp procentowych. Rada określała wysokość stóp procentowych NBP, które wyznaczały rentowności instrumentów polityki pieniężnej. W celu kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych NBP wykorzystywał następujące instrumenty: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwę obowiązkową. Wpływając na poziom krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który sprzyjał realizacji założonego celu inflacyjnego.

W 2010 r., wraz z poprawą sytuacji na rynkach finansowych, wzrostem poziomu nadpłynności sektora bankowego oraz zanikającym popytem ze strony banków na dodatkowe zasilenie ze strony banku centralnego, NBP stopniowo ograniczał stosowanie instrumentów wprowadzonych w październiku 2008 r. w ramach Pakietu zaufania, tj. operacji repo oraz transakcji typu swap walutowy.

W kwietniu 2010 r. bank centralny przeprowadził pierwszą od 1998 r. jednorazową interwencję na rynku walutowym.

3.1. Płynność sektora bankowego w 2010 r.

W 2010 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach wzrastającego poziomu nadpłynności⁷ sektora bankowego.

Poziom nadpłynności w 2010 r. wyniósł średnio 70.907 mln zł.⁸ W porównaniu do 2009 r. oznaczało to wzrost o 46.967 mln zł, tj. o 196%. Przyrost nadpłynności był większy niż przewidziano w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2010*, o 37,5 mld zł.

Wzrost poziomu płynności sektora bankowego w 2010 r. wynikał głównie z oddziaływania czynników pozostających poza kontrolą NBP (tzw. czynników autonomicznych). Spośród tych czynników największy wpływ miał skup przez NBP walut obcych pochodzących głównie z funduszy unijnych, a także z operacji zamiany środków w walucie obcej na złote w NBP, dokonywanych przez MF. Skup netto (po uwzględnieniu sprzedaży walut przez NBP) walut obcych przyczynił się do wzrostu nadpłynności średnio o 40.330 mln. Do zwiększenia poziomu nadpłynności przyczyniła się również wpłata z zysku NBP do budżetu państwa w kwocie 3.957 mln

⁷ Nadpłynność sektora bankowego jest to nadwyżka środków pozostająca w sektorze bankowym ponad wymagany średni poziom rachunków bieżących banków, określony wysokością rezerwy obowiązkowej w okresach jej utrzymywania. Miarą nadpłynności jest saldo operacji podstawowych (emisja bonów pieniężnych), operacji dostrajających (operacje repo i emisja bonów pieniężnych), operacji typu swap walutowy oraz operacji depozytowo-kredytowych (depozyt na koniec dnia i kredyt lombardowy).

⁸ Dane dotyczące poziomu nadpłynności, a także poszczególnych operacji polityki pieniężnej (w dalszej części rozdziału) zostały podane jako średnie w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

zł, a także wypłaty dyskonta od emitowanych przez NBP bonów pieniężnych, którego średnia wartość wyniosła 2.610 mln zł.

Na ograniczenie płynności w największym stopniu w 2010 r. wpłynął wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu, średnio o 3.792 mln zł, a także wzrost poziomu rezerwy obowiązkowej, średnio o 1.994 mln zł.

Rada Polityki Pieniężnej na bieżąco monitorowała kształtowanie się poziomu nadpłynności sektora bankowego.

3.2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2010 r.

W 2010 r. zestaw instrumentów polityki pieniężnej stosowanych przez NBP nie różnił się w istotny sposób od obowiązującego w 2009 r. Zestaw ten z jednej strony uwzględniał możliwość występowania zaburzeń na krajowych rynkach finansowych, w przypadku zaostrzenia kryzysu na światowych rynkach finansowych i oddziaływania tej sytuacji na rynek krajowy. Z drugiej zaś strony, był dostosowany do utrzymującej się w sektorze bankowym trwałej nadwyżki płynności.

Dzięki poprawie sytuacji w krajowym sektorze bankowym w trakcie 2010 r., bank centralny stopniowo wycofywał operacje niestandardowe, wprowadzone przez NBP w latach 2008-2010. Decyzja ta była następstwem zanikającego popytu banków na płynność złotową i walutową pozyskiwaną z banku centralnego przy wykorzystaniu tych operacji.

Stopa procentowa

W 2010 r. główną stopą NBP była stopa referencyjna. Zmiany wysokości tej stopy wyznaczały kierunek prowadzonej polityki pieniężnej. Stopa referencyjna określała rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom oprocentowania krótkoterminowych lokat na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych.

Stopa depozytowa oraz stopa oprocentowania kredytu lombardowego wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych overnight na rynku międzybankowym. Stopa redyskonta weksli pośrednio określała oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej.

W 2010 r. Rada utrzymała poziom stóp procentowych NBP na poziomie obowiązującym od 25 czerwca 2009 r. Stopa referencyjna kształtowała się na poziomie 3,50%, stopa oprocentowania kredytu lombardowego – na poziomie 5,00%, stopa depozytowa – na poziomie 2,00%, a stopa redyskonta weksli – na poziomie 3,75%.

Jednocześnie, wraz z decyzją o rozpoczęciu oferowania z dniem 1 stycznia 2010 r. nowego instrumentu polityki pieniężnej – kredytu wekslowego – Rada drugiej kadencji wprowadziła stopę dyskonta weksli, której wysokość ustaliła na poziomie 4,00%. Stopa ta nie uległa zmianie w trakcie 2010 r.

Przyjmując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*, Rada zdecydowała o zaprzestaniu oferowania przez NBP kredytu wekslowego. W związku z tym, począwszy od 1 stycznia 2011 r. Rada nie określa wysokości stopy dyskonta weksli.⁹

⁹ Zgodnie z Uchwałą nr 13/2010 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 22 grudnia 2010 r. zmieniającą uchwałę w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

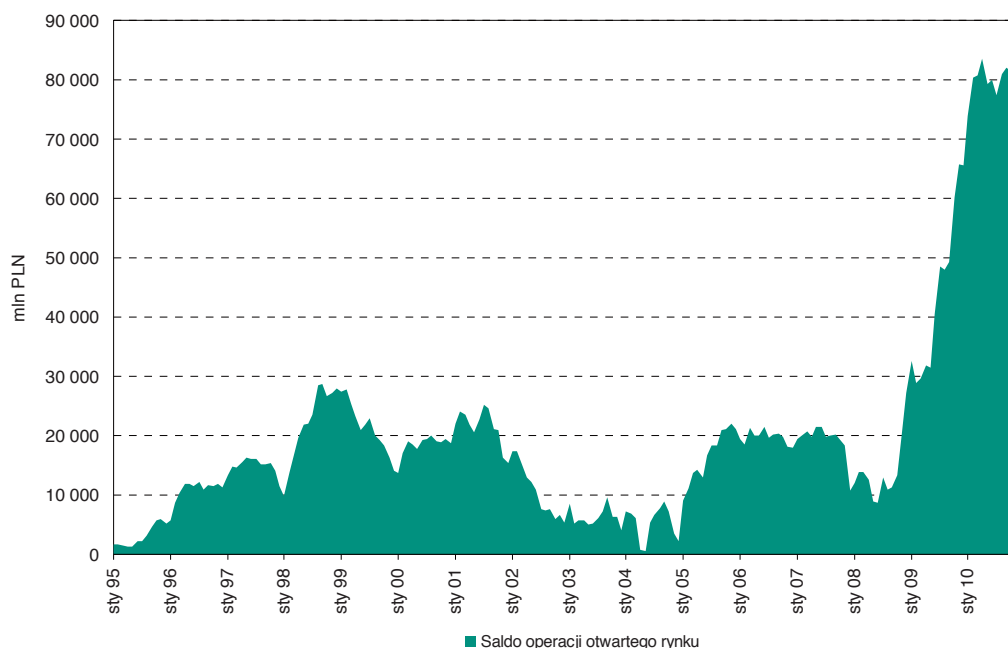
Operacje otwartego rynku

W 2010 r. NBP dążył do oddziaływania na warunki płynnościowe w sektorze bankowym za pomocą operacji otwartego rynku (w szczególności podstawowych) w taki sposób, aby możliwe było kształtowanie się stawki POLONIA¹⁰ w pobliżu stopy referencyjnej.¹¹

Operacje podstawowe przeprowadzane były regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. W 2010 r. średni poziom emisji bonów w ramach operacji podstawowych wyniósł 74.920 mln zł i był wyższy od średniego poziomu w 2009 r. o 43.047 mln zł. Rosnący poziom emisji bonów pieniężnych w 2010 r. był konsekwencją przyrostu nadpłynności w krajowym sektorze bankowym.

Wykres 3.1

Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995 - 2010



Źródło: Dane NBP.

W 2010 r. utrzymywały się zaburzenia na rynkach finansowych, co wpływało na skuteczność operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP. Uwarunkowania te osłabiały zdolność banku centralnego do kształtowania stawki POLONIA na poziomie zbliżonym do stopy referencyjnej.

Bezpośrednim przejawem ograniczonej skuteczności stosowanych przez bank centralny operacji otwartego rynku było występowanie zjawiska tzw. underbiddingu¹². Wynikało ono przede wszystkim z podwyższonej ostrożności banków w zarządzaniu własną pozycją płynnościową i skłonnością do zarządzania nią w terminie overnight. W efekcie, banki nie lokowały całości posiadanych nadwyżek w bony pieniężne NBP o dłuższym (7-dniowym) terminie zapadalności, pozostawiając sobie bufory płynnościowe.

¹⁰ POLONIA (ang. *Polish Overnight Index Average*) – średnia stawka *overnight* ważona wielkością transakcji na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17.00.

¹¹ *Założenia Polityki Pieniężnej na rok 2010*.

¹² Sytuacja, w której na przetargu operacji polityki pieniężnej zgłoszony przez banki popyt jest niższy od oferowanej przez bank centralny podaży.

Na opisany powyżej sposób zachowania banków wpływało również to, że w 2010r. rynek międzybankowy w dalszym ciągu nie pozwalał na efektywną redystrybucję środków płynnych, m.in. z powodu utrzymywania wysokości limitów kredytowych nałożonych na siebie wzajemnie przez banki w okresie najostrzejszej fazy kryzysu.

Do przyczyn powstawania underbiddingu zaliczyć można także rosnący poziom nadwyżek środków, jakimi dysponowało Ministerstwo Finansów. Środki te w większości lokowane były w bankach komercyjnych, w dużej części w formie lokat o terminie overnight. Brak pewności banków, co do terminów złożenia tych lokat i długości ich trwania, powodował zwiększoną ostrożność w podejściu do operacji przeprowadzanych przez NBP.

Mimo występowania opisanych powyżej czynników, w pierwszym półroczu 2010 r. można było zauważyć stopniową stabilizację warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Jej odzwierciedleniem było zmniejszenie skłonności banków do utrzymywania nadwyżek płynności (w terminie overnight), mniejszej intensywności występowania zjawiska underbiddingu na przetargach operacji podstawowych oraz istotnym ograniczeniu wykorzystywania przez banki depozytu na koniec dnia. W pierwszym półroczu 2010 r. systematycznie zmniejszało się odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej oraz ograniczeniu ulegała jej zmienność. Znaczące spadki POLONII występowały jedynie w końcach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej, co wynikało z ostrożności banków w odniesieniu do skali uczestnictwa w ostatniej operacji podstawowej w okresie utrzymywania rezerwy.

Pozytywne procesy zachodzące w pierwszym półroczu 2010 r. zostały zahamowane w kolejnych miesiącach. Począwszy od lipca występowały okresy utrzymywania rezerwy obowiązkowej, w których banki wykazywały większą skłonność do utrzymywania nadwyżek płynności na rachunkach w NBP. Wynikało to ze wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych, spowodowanego obawą o sytuację fiskalną w wybranych krajach strefy euro. Miało to odzwierciedlenie w ponownym wzroście częstotliwości występowania underbiddingu oraz jego skali.

Wzrost odchylenia stawki POLONIA od stopy referencyjnej skłonił NBP do zastosowania w grudniu 2010 r. dwóch krótkoterminowych operacji dostrajających o charakterze absorbującym, w formie emisji bonów pieniężnych NBP. Pierwsza operacja tego rodzaju została przeprowadzona w dniu 8 grudnia o 2-dniowym terminie zapadalności, druga zaś w dniu 21 grudnia o 3-dniowym terminie zapadalności.

Średnie odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej ukształtowało się w 2010 r. na poziomie 69 pb.¹³ Było tym samym niższe niż w 2009 r. o 20 pb. Poziom ten był jednak wyższy niż przed wystąpieniem kryzysu na światowych rynkach finansowych, co wynikało ze wskazanych powyżej czynników zwiększających preferencje banków do utrzymywania nadwyżek płynności.

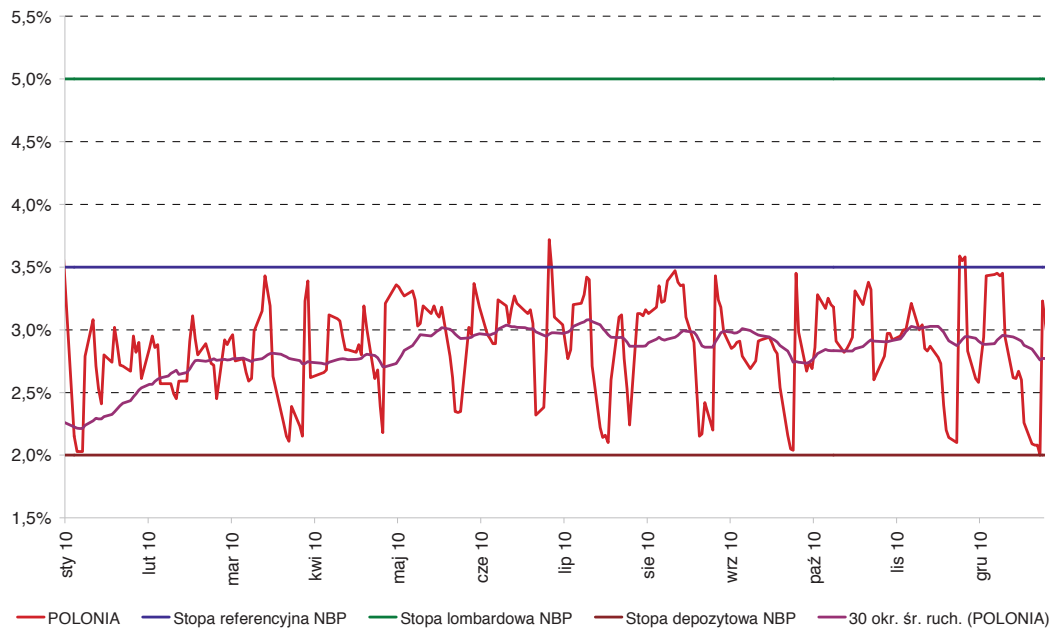
W 2010 r. zmniejszyła się jednocześnie zmienność stawki POLONIA mierzona odchyleniem standardowym, z 51 pb w 2009 r. do 38 pb. Większa stabilność stawki odzwierciedlała ograniczenie skali zaburzeń płynnościowych w sektorze bankowym.

Podobne tendencje w kształtowaniu stawek overnight, a także w sposobie zarządzania płynnością przez banki komercyjne występowały m.in. na rynkach międzybankowych w strefie euro, a także w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, takich jak Czechy oraz Węgry.

¹³ Średnie odchylenie stawki POLONIA zostało przeliczone wg jednolitej bazy 365 dni w roku.

Wykres 3.2

Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2010 r.



Źródło: Dane NBP.

Pozostałe operacje dostrajające przeprowadzane w 2010 r. miały na celu zasilanie sektora bankowego w płynność, w ramach realizacji celów sformułowanych w Pakiecie zaufania. Zabezpieczeniem tych operacji mogły być papiery wartościowe akceptowane przez NBP, tj.: bony skarbowe i pieniężne NBP oraz obligacje skarbowe, komunalne, emitowane przez BGK i EBI, a także listy zastawne.

Wraz ze stopniową poprawą sytuacji na krajowych rynkach finansowych, szybkim przyrostem poziomu nadpłynności sektora bankowego oraz zanikającym popytem ze strony banków na operacje repo, NBP w 2010 r. stopniowo wycofywał ich stosowanie. Począwszy od lutego 2010 r. wprowadził zasadę ogłaszania podaży na przetargach tego rodzaju operacji. Od kwietnia 2010 r. bank centralny zaprzestał oferowania operacji repo o 6-miesięcznym terminie zapadalności. Od października 2010 r. nastąpiła zaś całkowita rezygnacja z operacji repo (zaprzestano oferować operacje z terminem 3-miesięcznym).

Średni poziom operacji repo w 2010 r. wyniósł 5.097 mln zł i był niższy o 56% w stosunku do 2009 r., kiedy ukształtował się na poziomie 11.456 mln zł.

Rezerwa obowiązkowa

Obowiązkowi utrzymania rezerwy obowiązkowej na rachunkach w NBP podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych i oddziały banków zagranicznych działające w Polsce. Rezerwa obowiązkowa była utrzymywana w systemie uśrednionym, co znaczy, że banki były zobowiązane do utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP w okresie utrzymywania rezerwy na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej.

Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowiły zwrotne środki pieniężne gromadzone na rachunkach bankowych oraz uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych. Z podstawy naliczania rezerwy wyłączone były środki przyjęte od innego banku krajowego, pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata oraz gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-kredytowych w kasach mieszkaniowych i na indywidualnych kontach emerytalnych. Rezerwa

obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych. Wartość naliczonej rezerwy banki pomniejszały o równowartość 500 tys. euro.

Do 30 grudnia 2010 r. obowiązywała podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej na poziomie 3,0%. Począwszy od 31 grudnia 2010 r. RPP podwyższyła podstawową stopę rezerwy do 3,5% (uchwała RPP nr 9/2010 z 27 października 2010 r.). Decyzja ta oznaczała przywrócenie podstawowej stopy rezerwy do wysokości obowiązującej do 29 czerwca 2009 r. oraz była sygnałem gotowości Rady do reagowania na nasilanie się presji inflacyjnej.

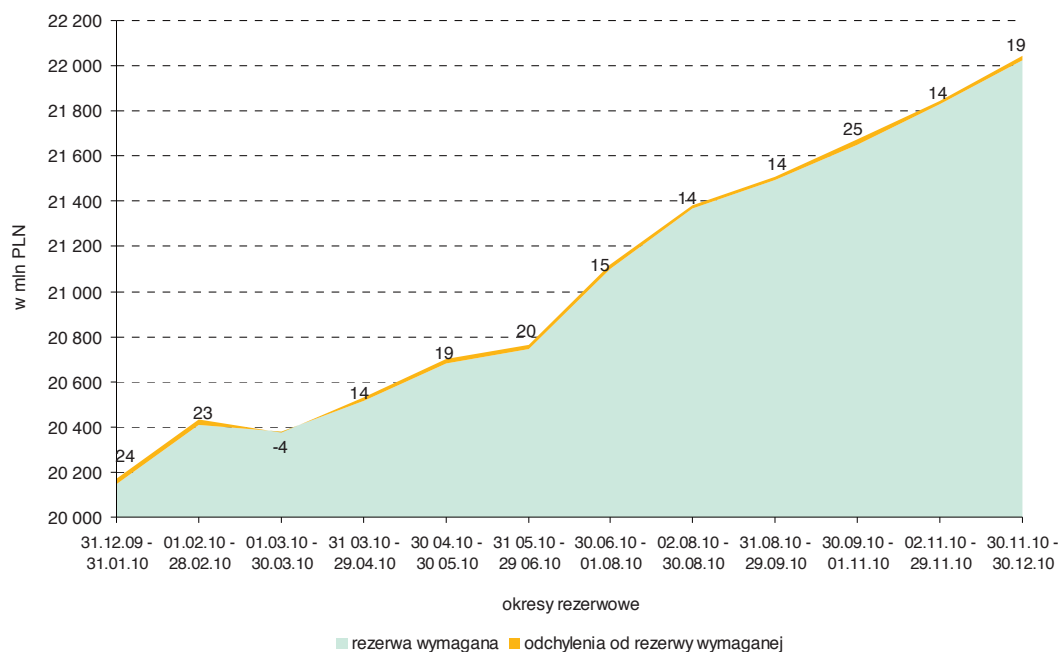
Stopa rezerwy obowiązkowej od środków uzyskanych z tytułu sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu w 2010 r. nie uległa zmianie i wynosiła 0,0%.

Rezerwa obowiązkowa na dzień 31 grudnia 2010 r. (po podwyższeniu stopy do 3,5%), ukształtowała się na poziomie 25.948 mln zł i była wyższa o 3.922 mln zł w porównaniu do rezerwy wymaganej we wcześniejszym okresie utrzymywania rezerwy (trwającym do 30 grudnia 2010 r., w którym obowiązywała stopa 3,0%) oraz wyższa o 5.799 mln zł w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2009 r. (wzrost o 28,8%).

Środki rezerwy obowiązkowej utrzymywane przez banki na rachunkach w NBP były oprocentowane w wysokości 0,9 stopy redyskontowej weksli. Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej w 2010 r. wyniosło 3,375%.

Wykres 3.3

Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2010 r.



Źródło: Dane NBP.

W 2010 r. przeciętne odchylenie średniego stanu środków na rachunkach banków, w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej, wyniosło 16 mln zł (0,08%) i było znacząco niższe w porównaniu do średniego odchylenia w 2009 r., wynoszącego 27 mln zł. Z wyjątkiem marca, w pozostałych okresach utrzymywania rezerwy występowała niewielka nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w porównaniu do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej, która wynosiła od 14 mln zł w kwietniu (0,07%) do 25 mln zł w październiku (0,11%).

W 2010 r. odnotowano 7 przypadków naruszenia przez banki obowiązku utrzymania rezerwy obowiązkowej, z tego 6 przypadków wystąpiło w bankach komercyjnych, jeden dotyczył banku spółdzielczego. W 2009 r. przypadki tego rodzaju nie wystąpiły, aczkolwiek sytuacja taka miała miejsce tylko raz od czasu wprowadzenia rezerwy obowiązkowej w 1989 r.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe (tj. kredyt lombardowy i depozyt na koniec dnia) stanowiły źródło krótkoterminowego uzupełniania płynności systemu bankowego bądź lokowania przez banki nadwyżek wolnych środków na okresy jednodniowe w NBP. Operacje te, przeprowadzane z inicjatywy banków komercyjnych, pełniły jednocześnie rolę instrumentów stabilizujących poziom płynności na rynku międzybankowym i skalę wahań stóp overnight. Bank centralny za pomocą tych instrumentów zapobiegał nadmiernym wahaniom stóp na rynku międzybankowym. Stopa oprocentowania kredytu lombardowego, wyznaczająca maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP, określała jednocześnie górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym, natomiast stopa depozytowa stanowiła ograniczenie korytarza ich odchylenia od dołu.

W 2010 r. banki korzystały w niewielkim zakresie z kredytu lombardowego pod zastaw papierów wartościowych, uzupełniając bieżącą płynność na rachunkach bieżących w NBP. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 182,4 mln zł, wobec 5,0 mld zł w 2009 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 0,5 mln zł, w stosunku do 13,8 mln zł w 2009 r. Wszystkie udzielone w 2010 r. kredyty lombardowe zostały spłacone w terminie.

W 2010 r. banki złożyły w NBP depozyt na koniec dnia ogółem w kwocie 378,2 mld zł i były one o 58% niższe w stosunku do depozytów złożonych w roku poprzednim. Łączna dzienna wysokość depozytu wahała się od 0,2 mln zł do 20,1 mld zł. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 1 036,1 mln zł, w stosunku do 2 460,6 mln zł w 2009 r. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Lista zabezpieczeń kredytu lombardowego, akceptowanych przez NBP, nie uległa zmianie w 2010 r. Oznaczało to, iż bank centralny akceptował szerszy wachlarz aktywów niż miało to miejsce przed rozpoczęciem kryzysu finansowego. Pozostawienie rozszerzonej listy zabezpieczeń przybliżało krajowy system operacyjny polityki pieniężnej do wykorzystywanych przez główne banki centralne (w tym Europejski Bank Centralny) oraz banków centralnych regionu Europy Środkowo-Wschodniej (np. Narodowy Bank Czech, Narodowy Bank Węgier). Akceptowanie przez NBP dodatkowych aktywów może również stanowić bodziec do rozwoju odpowiednich segmentów rynku finansowego.

Kredyt techniczny w złotych pełnił rolę instrumentu ułatwiającego bankom zarządzanie płynnością w ciągu dnia operacyjnego, zapewniając jednocześnie płynność rozrachunku międzybankowego w NBP. Był to kredyt nieoprocentowany, zabezpieczany dłużnymi papierami wartościowymi, zaciągany i spłacany w tym samym dniu operacyjnym. W 2010 r. dzienne zasilenie banków bieżącą płynnością kształtowało się w granicach od 14,3 mld zł do 28,0 mld zł. Wykorzystanie kredytu technicznego wzrosło o 29,4 % w stosunku do 2009 r.

W 2010 r. NBP rozszerzył listę nominowanych w złotych papierów wartościowych akceptowanych jako zabezpieczenie kredytu technicznego o deponowane w KDPW inne niż skarbowe dłużne papiery wartościowe. Tym samym lista akceptowanych zabezpieczeń dla kredytu technicznego została dostosowana do listy obowiązującej dla kredytu lombardowego.

Kredyt w ciągu dnia w euro stanowił źródło bieżącej płynności w ramach systemów SORBNET-EURO i TARGET2-NBP. Był zabezpieczany obligacjami skarbowymi uprzednio zaakceptowanymi przez EBC, zaciągany i spłacany w ciągu dnia operacyjnego. W 2010 r. dzienne zasilenie

banków płynnością operacyjną w euro wahało się w granicach od 2,3 mln EUR do 3,5 mln EUR. Wykorzystanie kredytu w ciągu dnia w euro wzrosło o 67,9% w stosunku do 2009 r.

W 2010 r. NBP udostępnił bankom również możliwość pozyskania środków w ramach kredytu wekslowego, przeznaczonego na finansowanie nowych kredytów udzielanych przez banki podmiotom gospodarczym. Żaden bank nie zwrócił się do NBP z wnioskiem o jego udzielenie. Przyjmując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*, Rada zdecydowała o zaprzestaniu oferowania tego instrumentu przez NBP.

Swapy walutowe

Wprowadzenie przez Radę drugiej kadencji transakcji typu swap walutowy do zestawu instrumentów polityki pieniężnej w październiku 2008 r. było realizacją celów zawartych w Pakiecie zaufania i wynikało z gwałtownego pogorszenia warunków na krajowych rynkach finansowych. Wykorzystując ten instrument NBP mógł dokonywać kupna (lub sprzedaży) złotego za walutę obcą na rynku kasowym, przy jednoczesnej jego odsprzedaży (lub odkupie) w ramach transakcji terminowej w określonej dacie.

Z uwagi na utrzymujący się od października 2009 r. brak popytu banków na oferowaną przez NBP płynność w walutach obcych, bank centralny stopniowo wycofał się ze stosowania transakcji typu swap walutowy. W styczniu 2010 r. zrezygnowano z oferowania swapów na parze walut CHF/PLN. Począwszy od kwietnia 2010 r. zaprzestano również oferowania tego rodzaju transakcji na parach walut USD/PLN oraz EUR/PLN.

Interwencje walutowe

W dniu 9 kwietnia 2010 r. Narodowy Bank Polski dokonał zakupu walut obcych na rynku. Przeprowadzenie takiej transakcji było zgodne z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2010*.

Załącznik 1

PKB i popyt krajowy

W 2010 r. PKB wzrósł znacząco w ujęciu realnym (o 3,8% wobec wzrostu o 1,7% w roku poprzednim), a popyt krajowy zwiększył się o 4,3% (wobec spadku o 1% w poprzednim roku)¹⁴. Na wyższą dynamikę popytu krajowego złożyły się wzrost dynamiki spożycia ogółem (z 2% w 2009 r. do 3,4% w 2010 r.) oraz wzrost akumulacji brutto (o 8,2% wobec spadku o 11,4% w 2009 r.). Na wzrost dynamiki spożycia ogółem złożył się wzrost dynamiki spożycia indywidualnego (z 2,1% w 2009 r. do 3,2% w 2010 r.) i spożycia publicznego (z 2,0% w 2009 r. do 4,0% w 2010 r.). Wzrost akumulacji w 2010 r. był związany z odbudową zapasów (wkład zmiany stanu zapasów do wzrostu wyniósł 1,9 pkt proc. w 2010 r. wobec -2,5 pkt proc. w 2009 r.), natomiast inwestycje ponownie nieznacznie się obniżyły (o 1,2% wobec spadku o 1,1% w 2009 r.). Wzrost importu był w 2010 r. nieco szybszy niż wzrost eksportu, co spowodowało, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB stał się ujemny (wyniósł -0,5 pkt proc., a w 2009 r. 2,8 pkt proc.).

Dynamika wartości dodanej brutto w 2010 r. wyniosła 3,4% wobec 1,8% rok wcześniej¹⁵. Wzrost dynamiki wartości dodanej brutto w 2010 r. był efektem silnego wzrostu wartości dodanej w przemyśle (o 9,2% wobec spadku o 0,3% w 2009 r.) oraz pewnego przyspieszenia wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych (1,5% w 2010 r. wobec 0,9% w 2009 r.). Natomiast dynamika wartości dodanej w budownictwie była niższa niż w poprzednim roku (obniżyła się z 9,9% w 2009 r. do 3,8% w 2010 r.).

Dynamika spożycia indywidualnego w 2010 r. wyniosła 3,2% r/r wobec 2,1% r/r rok wcześniej. Na szybszy wzrost popytu konsumpcyjnego wpłynęło względnie wysokie tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (ok. 4% w cenach stałych). Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych obniżyła się z 3,8% w 2009 r. do 3,1% w 2010 r.¹⁶

W 2010 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła -1,2% r/r wobec -1,1% r/r rok wcześniej. Do zmniejszenia się nakładów inwestycyjnych brutto przyczynił się spadek inwestycji w sektorze przedsiębiorstw, który wynikał ze spowolnienia wzrostu gospodarczego w następstwie kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych i światowej recesji. Przedsiębiorstwa ograniczały nakłady inwestycyjne, mimo dobrych wyników finansowych w 2010 r. Jednocześnie obniżyły się inwestycje mieszkaniowe gospodarstw domowych. Spadek inwestycji w gospodarce był jednak łagodzony przez wzrost nakładów inwestycyjnych w sektorze publicznym.

¹⁴ Wszystkie zawarte w tekście niniejszego załącznika dane liczbowe dotyczące procentowych zmian zmiennych ekonomicznych odnoszą się do dynamik rocznych.

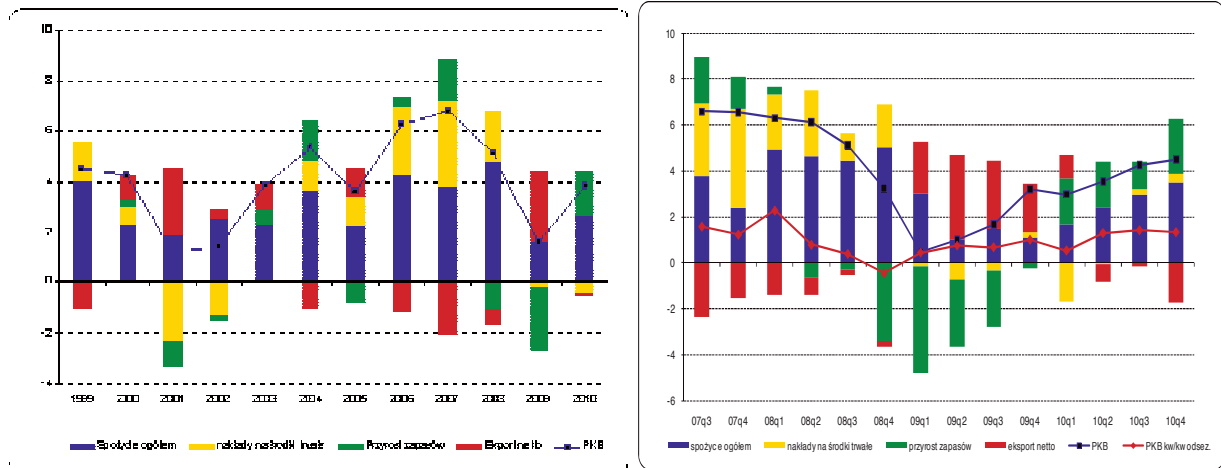
¹⁵ Produkt krajowy brutto jest równy wartości dodanej brutto, powiększonej o saldo podatków od produktów (w tym ceł importowych) i dotacji do produktów.

¹⁶ Stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych jest to stosunek wierzytelności netto do dochodów do dyspozycji brutto.

Po spadku w 2009 r., w 2010 r. nastąpiło silne ożywienie obrotów handlowych z zagranicą. Znacząco wzrosły zarówno import jak i eksport Polski. Nieco szybszy wzrost importu niż eksportu przełożył się jednak na ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB (-0,5 pkt proc.).

Wykres Z.1.1

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Tabela Z.1.1

PKB i popyt krajowy w latach 2002-2010

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dynamika PKB i jego składowych w cenach stałych (w proc.)									
PKB	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8
Popyt krajowy	1,0	2,8	6,2	2,5	7,3	8,7	5,6	-1,0	4,3
Spożycie	3,0	2,7	4,3	2,7	5,2	4,6	6,1	2,0	3,4
Spożycie indywidualne	3,4	2,1	4,7	2,1	5,0	4,9	5,7	2,1	3,2
Akumulacja	-7,2	3,3	14,7	1,4	16,1	24,3	4,0	-11,4	8,2
Nakłady brutto na środki trwałe	-6,3	-0,1	6,4	6,5	14,9	17,6	9,6	-1,1	-1,2
Eksport	4,8	14,2	14,0	8,0	14,6	9,1	7,1	-6,8	10,1
Import	2,8	9,6	15,8	4,7	17,3	13,7	8,0	-12,4	11,5
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt proc.	0,5	1,0	-1,0	1,1	-1,1	-2,1	-0,6	2,8	-0,5
Struktura PKB w cenach bieżących (w proc.)									
PKB	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Popyt krajowy	103,5	102,7	102,4	100,7	101,8	102,9	104,0	99,9	100,8
Spożycie	84,8	83,9	82,3	81,5	80,8	78,4	80,1	79,5	80,0
Spożycie indywidualne	65,9	64,8	63,7	62,5	61,6	59,6	60,7	60,2	60,5
Akumulacja	18,6	18,7	20,1	19,3	21,1	24,4	23,9	20,4	20,7
Nakłady brutto na środki trwałe	18,7	18,2	18,1	18,2	19,7	21,6	22,3	21,2	19,6
Eksport	28,6	33,3	37,5	37,1	40,4	40,8	39,9	39,5	41,4
Import	32,1	36,0	39,8	37,8	42,2	43,6	43,9	39,4	42,1
Eksport netto	-3,5	-2,7	-2,4	-0,7	-1,8	-2,9	-4,0	0,1	-0,8

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Załącznik 2

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych

W 2010 r. średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się po dwóch latach utrzymywania się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP i wyniósł 2,6%, tj. był zbliżony do celu inflacyjnego określonego na poziomie 2,5%.

We wszystkich miesiącach roczny wskaźnik CPI utrzymywał się wewnątrz przedziału odchyłeń od celu inflacyjnego (1,5%-3,5%). Do sierpnia wskaźnik ten obniżał się (z 3,5% w styczniu do 2,0%), a następnie stopniowo wzrastał i w grudniu wyniósł 3,1%. Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii, po stopniowym spadku w pierwszej połowie roku, w okresie lipiec-listopad 2010 r. ustabilizował się na poziomie 1,2%, a na koniec roku wzrósł do 1,6%. W pierwszych miesiącach ub.r. miał także miejsce spadek dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Od czerwca do października 2010 r. roczne tempo wzrostu tych cen zwiększało się jednak i do końca roku, mimo pewnego spadku w ostatnich miesiącach ub.r., utrzymało się na podwyższonym poziomie. Jednocześnie w 2010 r. na stosunkowo wysokim poziomie kształtowała się dynamika cen energii.

Obserwowany w drugiej połowie 2010 r. wzrost wskaźnika inflacji wynikał przede wszystkim z rosnącej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii. Przyczyną wzrostu tych cen były niekorzystne warunki agrometeorologiczne oraz rosnące ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, tj. czynniki pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

Do maja 2010 r. roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych stopniowo się obniżała (z 3,0% w styczniu do 0,6%), co było związane z poprawiającą się sytuacją podażową na rynku wieprzowiny i korzystnymi warunkami podażowymi na pozostałych rynkach. Spadek ten był także związany z wystąpieniem ujemnego efektu bazy wynikającego ze znacznego wzrostu cen żywności i napojów w analogicznym okresie 2009 r. Wzrost rocznej dynamiki cen żywności w kolejnych miesiącach wynikał z niekorzystnego wpływu złych warunków agrometeorologicznych w Polsce na podaż owoców, warzyw i zbóż, a także z silnego wzrostu cen surowców rolnych na rynkach światowych.

Ceny energii

Roczna dynamika cen energii obniżyła się z 8,9% w styczniu ub. r. do 4,6% w lipcu i sierpniu, a następnie począwszy od września stopniowo rosła do 7,9% w grudniu. Złożył się na to przede wszystkim spadek (z 22,3% w styczniu do 5,8% w lipcu), a następnie wzrost (do 14,4% w grudniu) rocznej dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu. Obniżanie się rocznej dynamiki cen paliw w połowie roku wynikało z ujemnego efektu bazy związanego z silnym wzrostem tych cen w analogicznym okresie ub.r. Natomiast wzrost cen paliw w ostatnich miesiącach ub.r. był efektem wzrostu cen ropy naftowej na światowych rynkach.

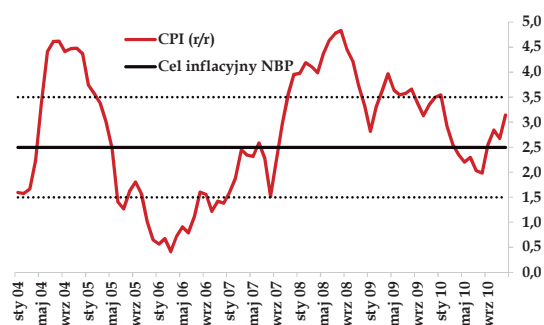
Od marca 2010 r. stopniowo rosła dynamika cen nośników energii, do czego przyczyniły się dodatni efekt bazy związany ze spadkiem tych cen w analogicznym okresie 2009 r., w tym z obniżką cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych w czerwcu 2009 r., a także podwyżki tych cen w czerwcu i październiku 2010 r. Jednocześnie w drugiej połowie roku zaczęły stopniowo rosnąć ceny opału (głównie węgla).

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii (inflacja bazowa)

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen żywności i energii stopniowo obniżała się do lipca, po czym ustabilizowała się na poziomie 1,2%, a w grudniu 2010 r. wzrosła do 1,6%. Wyraźnie zmniejszyła się w tym okresie zarówno dynamika cen towarów, jak i usług. Wśród towarów najsilniej spadała dynamika cen towarów akcyzowych, co było skutkiem ujemnego efektu bazy związanego ze znaczącym wzrostem tych cen w 2009 r., spowodowanym zmianami przepisów akcyzowych oraz podwyżkami akcyzy na te towary¹⁷. Na obniżenie dynamiki cen towarów miała również wpływ zmniejszająca się dynamika cen środków transportu (samochodów osobowych). Do obniżenia się dynamiki cen usług w pierwszej połowie roku przyczynił się przede wszystkim spadek dynamiki cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania. W 2010 r. obniżała się również wyraźnie dynamika cen usług w kategorii „restauracje i hotele” oraz usług związanych z rekreacją i kulturą. Wzrost rocznego wskaźnika cen usług, a w konsekwencji także wskaźnika inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii, w grudniu 2010 r. był natomiast związany głównie z dodatnim efektem bazy wynikającym z silnego spadku cen usług internetowych w analogicznym miesiącu poprzedniego roku.

Wykres Z.2.1

Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁷ W 2009 r. została wprowadzona wyższa akcyza na napoje alkoholowe oraz wyroby tytoniowe. Jednocześnie od lipca 2009 r. weszły w życie nowe przepisy w zakresie podatku akcyzowego, na mocy których zostały wycofane z obrotu wyroby tytoniowe opatrzone znakami akcyzowymi z wcześniejszych lat. Wyroby tytoniowe, które znajdowały się w legalnym obrocie od lipca 2009 r. musiały zostać opatrzone znakami akcyzy z 2009 r., a w konsekwencji opodatkowane według wyższej stawki podatku. Podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe wynikały z dostosowania przepisów krajowych do minimalnej stawki akcyzy dozwolonej w UE.

Tabela Z.2.1

Zmiany cen głównych grup towarów i usług konsumpcyjnych w latach 2009 - 2010.

	CPI	Żywność i napoje bezalkoholowe	Energia	z tego:		Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii	Towary	z tego:				
				nośniki energii	paliwa			towary akcyzowe (alkohol, tytoń)	inne towary	Usługi	koszty związane z utrzymaniem mieszkania, domu	inne usługi
Struktura wag koszyka CPI w %												
2009	100,0	24,6	15,3	11,0	4,3	60,1	32,0	5,6	26,4	28,1	6,1	22,0
2010	100,0	24,1	15,8	11,6	4,2	60,1	31,4	5,7	25,7	28,7	6,3	22,4
Zmiana do analogicznego okresu roku poprzedniego w %												
2009 I	2,8	3,1	4,9	14,8	-18,8	2,2	0,2	7,8	-1,4	4,5	8,4	3,4
II	3,3	3,4	6,9	14,4	-12,1	2,4	0,4	8,3	-1,3	4,7	8,4	3,7
III	3,6	4,8	6,3	13,9	-12,5	2,5	0,6	9,2	-1,2	4,7	8,5	3,6
IV	4,0	5,6	6,6	13,8	-11,4	2,6	1,0	9,8	-0,8	4,5	8,5	3,4
V	3,6	5,2	4,6	11,1	-11,5	2,8	1,2	10,0	-0,6	4,5	8,5	3,4
VI	3,5	4,7	5,0	10,6	-8,5	2,7	1,3	10,2	-0,5	4,3	8,3	3,2
VII	3,6	4,0	5,3	10,1	-6,0	2,9	1,8	12,1	-0,3	4,2	8,1	3,1
VIII	3,7	4,5	5,2	9,8	-6,0	2,9	1,7	10,3	-0,2	4,3	7,9	3,2
IX	3,4	3,6	5,0	8,9	-4,9	2,9	1,7	9,4	0,1	4,1	7,8	3,1
X	3,1	3,0	4,2	7,5	-4,6	2,9	1,9	8,9	0,4	4,1	7,6	3,1
XI	3,3	3,4	5,3	5,9	3,7	2,8	1,8	8,3	0,4	3,9	7,5	2,9
XII	3,5	3,4	7,4	5,8	12,3	2,6	1,8	8,0	0,5	3,4	7,4	2,2
2010 I	3,5	3,0	8,9	4,5	22,3	2,4	1,8	7,5	0,5	3,1	5,6	2,4
II	2,9	2,8	5,8	2,8	14,5	2,2	1,7	7,4	0,4	2,8	5,4	2,1
III	2,6	1,4	6,4	3,2	15,6	2,0	1,6	7,7	0,3	2,4	5,0	1,7
IV	2,4	0,7	6,8	3,2	17,0	1,9	1,4	7,2	0,2	2,3	4,8	1,6
V	2,2	0,6	6,9	3,3	16,9	1,6	1,2	7,0	-0,1	2,1	4,5	1,5
VI	2,3	2,2	5,6	4,1	9,8	1,5	1,0	6,2	-0,2	2,0	4,3	1,3
VII	2,0	2,4	4,6	4,1	5,8	1,2	0,6	3,6	-0,1	1,9	4,1	1,2
VIII	2,0	2,3	4,6	4,1	5,9	1,2	0,5	3,6	-0,2	1,9	4,0	1,3
IX	2,5	4,3	5,0	4,2	7,1	1,2	0,6	3,3	0,0	1,8	4,0	1,2
X	2,8	4,8	6,2	5,0	9,5	1,2	0,6	3,3	0,0	1,8	4,0	1,2
XI	2,7	4,3	5,7	5,2	7,2	1,2	0,6	3,8	-0,1	1,8	4,0	1,2
XII	3,1	3,9	7,9	5,5	14,4	1,6	0,8	4,1	0,0	2,4	3,9	2,0
I-XII 2009	3,5	4,1	5,5	10,4	-6,9	2,7	1,3	9,4	-0,4	4,3	8,1	3,2
I-XII 2010	2,6	2,7	6,2	4,1	11,9	1,6	1,0	5,3	0,1	2,2	4,5	1,6
Wkład do CPI (w pkt proc.)												
2009 I	2,8	0,8	0,7	1,6	-0,8	1,3	0,1	0,4	-0,4	1,3	0,5	0,8
II	3,3	0,8	1,0	1,6	-0,5	1,4	0,1	0,5	-0,3	1,3	0,5	0,8
III	3,6	1,2	1,0	1,5	-0,5	1,5	0,2	0,5	-0,3	1,3	0,5	0,8
IV	4,0	1,4	1,0	1,5	-0,5	1,6	0,3	0,5	-0,2	1,3	0,5	0,8
V	3,6	1,3	0,7	1,2	-0,5	1,6	0,4	0,5	-0,2	1,3	0,5	0,7
VI	3,5	1,2	0,8	1,2	-0,4	1,6	0,4	0,6	-0,1	1,2	0,5	0,7
VII	3,6	1,0	0,8	1,1	-0,3	1,8	0,6	0,7	-0,1	1,2	0,5	0,7
VIII	3,7	1,1	0,8	1,1	-0,3	1,8	0,5	0,6	0,0	1,2	0,5	0,7
IX	3,4	0,9	0,8	1,0	-0,2	1,7	0,6	0,5	0,0	1,2	0,5	0,7
X	3,1	0,7	0,6	0,8	-0,2	1,7	0,6	0,5	0,1	1,1	0,5	0,7
XI	3,3	0,8	0,8	0,7	0,2	1,7	0,6	0,5	0,1	1,1	0,5	0,6
XII	3,5	0,8	1,1	0,7	0,5	1,5	0,6	0,5	0,1	1,0	0,5	0,5
2010 I	3,5	0,7	1,4	0,5	0,8	1,5	0,6	0,4	0,1	0,9	0,4	0,6
II	2,9	0,7	0,9	0,3	0,6	1,3	0,5	0,4	0,1	0,8	0,3	0,5
III	2,6	0,3	1,0	0,4	0,6	1,2	0,5	0,4	0,1	0,7	0,3	0,4
IV	2,4	0,2	1,1	0,4	0,7	1,1	0,5	0,4	0,0	0,7	0,3	0,4
V	2,2	0,1	1,1	0,4	0,7	1,0	0,4	0,4	0,0	0,6	0,3	0,3
VI	2,3	0,5	0,9	0,5	0,4	0,9	0,3	0,3	0,0	0,6	0,3	0,3
VII	2,0	0,6	0,7	0,5	0,3	0,7	0,2	0,2	0,0	0,5	0,3	0,3
VIII	2,0	0,5	0,7	0,5	0,3	0,7	0,2	0,2	-0,1	0,5	0,3	0,3
IX	2,5	1,0	0,8	0,5	0,3	0,7	0,2	0,2	0,0	0,5	0,3	0,3
X	2,8	1,1	1,0	0,6	0,4	0,7	0,2	0,2	0,0	0,5	0,3	0,3
XI	2,7	1,0	0,9	0,6	0,3	0,7	0,2	0,2	0,0	0,5	0,3	0,3
XII	3,1	0,9	1,3	0,6	0,6	0,9	0,2	0,2	0,0	0,7	0,3	0,4
I-XII 2009	3,5	1,0	0,8	1,2	-0,3	1,6	0,4	0,5	-0,1	1,2	0,5	0,7
I-XII 2010	2,6	0,7	1,0	0,5	0,5	1,0	0,3	0,3	0,0	0,6	0,3	0,4

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Załącznik 3

Bilans płatniczy¹⁸

Po obniżeniu się w 2009 r. deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego w warunkach światowego kryzysu i spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, w 2010 r. nastąpił jego ponowny wzrost. W 2010 r. wyniósł on 12,0 mld EUR (wobec 6,7 mld EUR w 2009 r.). Relacja deficytu obrotów bieżących do PKB zwiększyła się z 2,1% w 2009 r. do 3,4% w 2010 r. Do pogłębienia się deficytu obrotów bieżących w największym stopniu przyczynił się wzrost deficytu w handlu towarami. Jednocześnie drugi rok z kolei wzrósł deficyt na rachunku dochodów, a także zmniejszyła się nadwyżka w handlu usługami i w mniejszym stopniu transferów bieżących.

Ożywienie handlu międzynarodowego (po spadku o 13% w 2009 r. wolumen handlu światowego wzrósł w 2010 r. o 15,1%¹⁹) sprzyjało ożywieniu w handlu zagranicznym Polski. Odbudowa eksportu z Polski, po silnym załamaniu w pierwszej połowie 2009 r., następowała w ślad za ożywieniem w sektorze eksportowym Niemiec. Jednocześnie jednak silniejszy wzrost importu doprowadził do pogłębienia deficytu w handlu zagranicznym Polski.

Według wstępnych szacunków GUS deficyt w polskim handlu zagranicznym zwiększył się z 9,3 mld EUR w 2009 r. do 13,5 mld EUR w 2010 r.²⁰ Pogłębił się deficyt w handlu z krajami b. ZSRR oraz z krajami rozwijającymi się (w tym przede wszystkim z Chinami). Jednocześnie zwiększyła się nadwyżka w handlu z krajami UE-15 oraz tzw. nowymi państwami członkowskimi UE (nadwyżka w handlu z krajami UE wzrosła z 11,7 do 15,2 mld EUR).

W 2010 r. wartość eksportu z Polski wzrosła o 19,5% (po spadku o 15,5% w 2009 r.). Najsilniej wśród wszystkich kategorii dóbr eksportowanych z Polski zwiększył się eksport dóbr pośrednich, do czego przyczyniło się ożywienie w sektorze eksportowym krajów UE-15 i intensyfikacja obrotów pomiędzy filiami przedsiębiorstw zagranicznych z krajów Europy Środkowej i Wschodniej (EŚW), związane z ożywieniem eksportu do gospodarek spoza Unii Europejskiej. Ze względu na powolną odbudowę popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w krajach UE znacznie wolniej rósł natomiast eksport dóbr finalnych z Polski. Spośród głównych grup partnerów handlowych Polski jedynie wartość eksportu do krajów UE-15 osiągnęła poziom z 2008 r. Stosunkowo powoli odbudowywał się eksport do krajów b. ZSRR.

W 2010 r. wartość importu do Polski zwiększyła się o 21,7%. Szybszy wzrost wartości importu niż eksportu był związany przede wszystkim ze wzrostem cen paliw, natomiast dynamika im-

¹⁸ Jeżeli nie zaznaczono inaczej wszystkie dane omawiane w Załączniku 3 odnoszą się do wartości wyrażonych w EUR.

¹⁹ Według szacunków CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

²⁰ Wzrost deficytu w handlu zagranicznym był efektem zarówno wyższej dynamiki wolumenu importu niż eksportu, jak i szybszego wzrostu cen transakcyjnych importu niż eksportu. W 2010 r. wolumen importu zwiększył się o 11,1% (r/r), podczas gdy wolumen eksportu wzrósł o 10,4%. Ceny transakcyjne wyrażone w EUR wzrosły w imporcie o 9,5%, natomiast w eksporcie o 8,3%.

portu pozostałych kategorii dóbr była zbliżona do dynamiki eksportu²¹. Wysoki – w porównaniu z innymi kategoriami dóbr – był wzrost importu dóbr pośrednich, do czego przyczynił się silny popyt na nie sektora eksportowego w Polsce. W strukturze geograficznej importu utrzymał się wzrost udziału importu z Chin, co wynika z kontynuacji procesu przenoszenia produkcji do tego kraju z gospodarek rozwiniętych.

W 2010 r. wartość salda błędów i opuszczeń wyniosła 13,6 mld EUR wobec 15,2 mld EUR w 2009 r.²² W Narodowym Banku Polskim prowadzone są prace nad wyjaśnieniem przyczyn znaczącej skali salda błędów i opuszczeń²³. Wraz z publikacją danych o bilansie płatniczym za I kw. 2011 r. opublikowane zostaną zweryfikowane dane o bilansie płatniczym za okres od 2004 r.²⁴

W 2010 r. średni nominalny kurs złotego był mocniejszy o 8,4% wobec euro i o 3,4% wobec dolara w porównaniu z 2009 r. Jednakże ze względu na niższą dynamikę jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przetwórczym w Polsce niż u jej partnerów handlowych realny efektywny kurs złotego (deflowany indeksem jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przetwórczym; REER²⁵) osłabił się w 2010 r. o 0,9% wobec 2009 r.

W 2010 r. pogorszyła się większość wskaźników obrazujących zewnętrzną nierównowagę polskiej gospodarki. Rosnące wykorzystanie funduszy unijnych w 2010 r. (klasyfikowanych na rachunku kapitałowym) nie zrównoważyło wzrostu deficytu obrotów bieżących. W rezultacie wzrosła zarówno relacja deficytu obrotów bieżących do PKB, jak i relacja deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB. W 2010 r. zmniejszył się napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich w porównaniu z 2009 r. Był to jednak głównie wynik pojedynczej transakcji inwestora bezpośredniego, który sprzedał aktywa w Polsce. Bez tej transakcji poziom napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski w 2010 r. byłby zbliżony do odnotowanego w 2009 r. Deficyt obrotów bieżących został w ok. 31% sfinansowany napływem kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (w porównaniu do 92% w poprzednim roku). Relacja zadłużenia zagranicznego ogółem do PKB na koniec grudnia 2010 r. wyniosła 66,1%, co oznacza, że pogorszyła się ona o 4,6 pkt proc. w porównaniu z 2009 r. Nieznacznie poprawiła się natomiast relacja aktywów rezerwowych do importu. Relacja krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego²⁶ do oficjalnych aktywów rezerwowych, ukazująca, jaką część rezerw walutowych bank centralny musiałby przeznaczyć na spłatę zagranicznego zadłużenia krótkoterminowego, na koniec grudnia 2010 r. wyniosła 78,2% i poprawiła się o 9,8 pkt proc. w porównaniu z 2009 r.

²¹ Wartość importu ropy wzrosła w 2010 r. o 53,9%, do czego przyczynił się wzrost cen tego surowca wyrażonych w EUR o 47,6%. Po wyłączeniu ropy naftowej wartość importu do Polski wzrosła o 19,8%.

²² Saldo błędów i opuszczeń jest częścią bilansu płatniczego i występuje w statystykach bilansu płatniczego wszystkich krajów. Pozycja ta jest efektem rozbieżności, które wynikają z braku informacji o rodzaju przepływów, jakie miały miejsce w relacjach danego kraju z zagranicą. W Polsce ujemne wartości salda błędów i opuszczeń notowane są od 2004 r.

²³ Do najbardziej prawdopodobnych hipotez w tym zakresie można zaliczyć: zaniżony import samochodów używanych z obszaru UE, korekty w zakresie pozostałych transferów pozostałych sektorów, weryfikację przypadków tzw. brandingu, hipotezy związane z rachunkiem finansowym i rozliczaniem instrumentów pochodnych, czy też weryfikację wielkości aktywów zagranicznych podmiotów sektora niefinansowego.

²⁴ Zweryfikowane dane o bilansie płatniczym zostaną opublikowane 29 czerwca 2011 r.

²⁵ Dobrymi miarami oceny zmian pozycji konkurencyjnej producentów krajowych na rynkach zagranicznych są wskaźniki uwzględniające zmiany kosztów produkcji. Ze względu na dominujący udział produktów przemysłu przetwórczego w wymianie handlowej do oceny zmian konkurencyjności polskiego eksportu wykorzystano realny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. W obliczeniach wykorzystano dane kwartalne o jednostkowych kosztach pracy za 2010 r., przy czym dane za IV kw. ub. r. mają charakter szacunkowy.

²⁶ Krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne obejmuje instrumenty dłużne o pierwotnym terminie zapadalności do jednego roku. W jego skład wchodzi przede wszystkim środki na rachunkach bieżących i depozytowych oraz zobowiązania z tytułu otrzymanych kredytów handlowych (łącznie z kredytami handlowymi otrzymanymi od udziałowców).

Tabela Z.3.1
Wybrane wskaźniki stabilności zewnętrznej

Wskaźnik stabilności zewnętrznej	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Saldo obrotów bieżących/PKB	-4,0%	-1,2%	-2,7%	-4,7%	-4,8%	-2,1%	-3,4%
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,5%	-0,9%	-2,1%	-3,6%	-3,7%	-0,5%	-1,6%
Saldo obrotów towarowych/PKB	-2,2%	-0,9%	-2,0%	-4,0%	-4,9%	-1,0%	-1,7%
Saldo obrotów bieżących/wpływy na rachunek bieżący	-9,4%	-2,9%	-5,9%	-10,1%	-10,6%	-4,9%	-7,4%
Inwestycje bezpośrednie/saldo obrotów bieżących	116,1%	184,4%	115,8%	90,0%	40,6%	91,6%	31,4%
Zadłużenie zagraniczne/PKB	46,5%	45,9%	47,3%	51,0%	48,0%	62,7%	66,1%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	4,0	4,7	3,9	3,9	3,3	5,4	5,6
Zadłużenie krótkoterminowe/ zadłużenie zagraniczne ogółem	19,1%	20,4%	20,4%	26,0%	26,9%	24,9%	23,4%
Zadłużenie krótkoterminowe / oficjalne aktywa rezerwowe	67,5%	63,6%	71,3%	92,6%	106%	88%	78,2%

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS i NBP.

Załącznik 4

Pieniądz i kredyt²⁷

Kredyty dla gospodarstw domowych

Nominalna wartość zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w bankach wzrosła w 2010 r. o 37,1 mld zł (wobec wzrostu o 46 mld zł w 2009 r.). Tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych obniżyło się z 12,4% w grudniu 2009 r. do 8,9% r/r w grudniu 2010 r.

Spowolnienie rocznego tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych wynikało ze znacznego spadku dynamiki kredytów konsumpcyjnych – z 12,8% r/r w grudniu 2009 r. do 1,8% r/r w grudniu 2010 r. Przyrost kredytów konsumpcyjnych wyniósł w 2010 r. 1,3 mld zł – tj. wyraźnie mniej niż w 2009 r. i rekordowym pod tym względem 2008 r., kiedy zadłużenie z tytułu kredytów konsumpcyjnych wzrosło odpowiednio o 15,5 mld zł i 27,1 mld zł. Wyniki badań ankietowych prowadzonych przez NBP wskazują, że znaczny spadek tempa wzrostu kredytów konsumpcyjnych w 2010 r. wynikał przede wszystkim z ograniczenia podaży tych kredytów, natomiast popyt na kredyty konsumpcyjne obniżył się nieznacznie²⁸. Banki ograniczyły podaż kredytów konsumpcyjnych w związku z ryzykiem dotyczącym przewidywanej sytuacji gospodarczej oraz ze wzrostem udziału kredytów zagrożonych w ich portfelu kredytowym. Zaostrzenie polityki kredytowej banków mogło również częściowo wynikać z konieczności wprowadzenia do końca 2010 r. wymogów Rekomendacji T²⁹.

W przeciwieństwie do sytuacji na rynku kredytów konsumpcyjnych, na rynku kredytów mieszkaniowych w 2010 r. odnotowano ożywienie³⁰. Wartość kredytów mieszkaniowych udzielonych w 2010 r. wyniosła 30,5 mld zł w porównaniu z 24,5 mld zł rok wcześniej. W pierwszej połowie 2010 r. tempo wzrostu zadłużenia z tego tytułu wykazywało nieznaczny trend wzrostowy, a następnie ustabilizowało się na poziomie ok. 14% r/r.

Podobnie jak w 2009 r., również w 2010 r. większość nowych kredytów mieszkaniowych stanowiły kredyty złotowe. Ich udział w strukturze nowo udzielonych kredytów początkowo malał, z

²⁷ Prezentowane w tym rozdziale zmiany nominalne i procentowe dotyczące kredytów, depozytów i agregatów monetarnych odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut. W przypadku depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw analizą objęto tylko depozyty zaliczane do agregatu M3.

²⁸ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych* – wyniki badań prowadzonych przez NBP, umieszczone na stronie www.nbp.pl

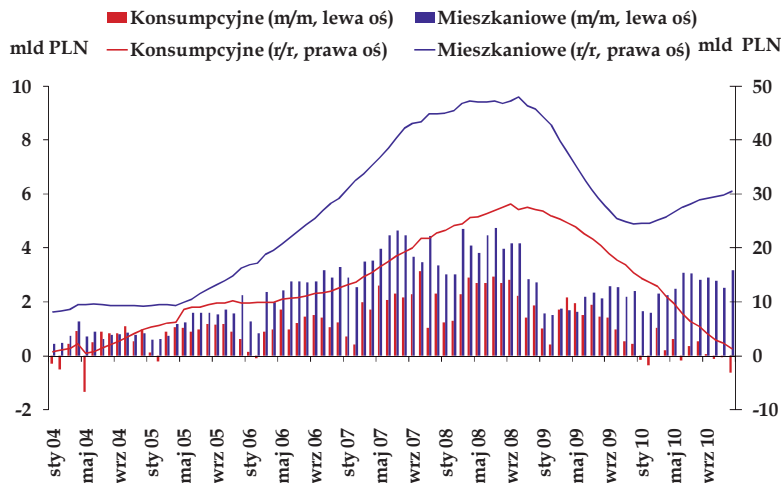
²⁹ Przepisy zawarte w *Rekomendacji T* miały na celu m. in. ujednoczenie procedur obliczania zdolności kredytowej, ograniczenie możliwości agresywnej konkurencji między bankami oraz zapewnienie kredytobiorcom przejrzystości procedur bankowych.

³⁰ Wprowadzenie w życie w sierpniu 2010 r. części zapisów Rekomendacji T nie miało do końca 2010 r. znaczącego wpływu na poziom akcji kredytowej na rynku kredytów mieszkaniowych. W praktyce, część instytucji bankowych nie musiała wprowadzać zmian w swojej ofercie kredytowej, ponieważ już wcześniej spełniała wymogi Rekomendacji. Ponadto istotne zapisy, np. dotyczące dopuszczalnej relacji wydatków związanych z obsługą zobowiązań kredytowych i finansowych do dochodów klienta, zaczęły obowiązywać dopiero od 23 grudnia 2010 r.

88% w grudniu 2009 r. do 65% w lipcu 2010 r., po czym stopniowo wzrastał do blisko 77% w grudniu 2010 r.

Wykres Z.4.1

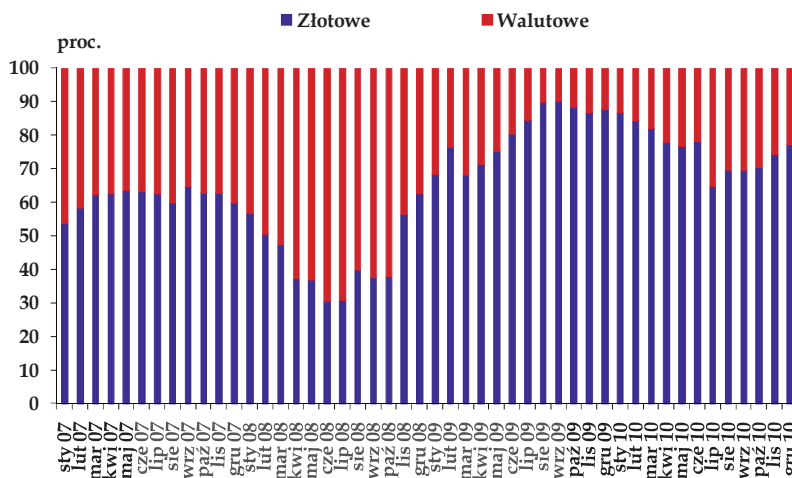
Zmiany r/r i m/m kredytów dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres Z.4.2

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Obliczenia sporządzono w oparciu o informacje pozyskiwane do sprawozdawczości stóp procentowych z próby wybranych 20 banków, których udział w rynku kredytów dla sektora niefinansowego stanowi około 75%.

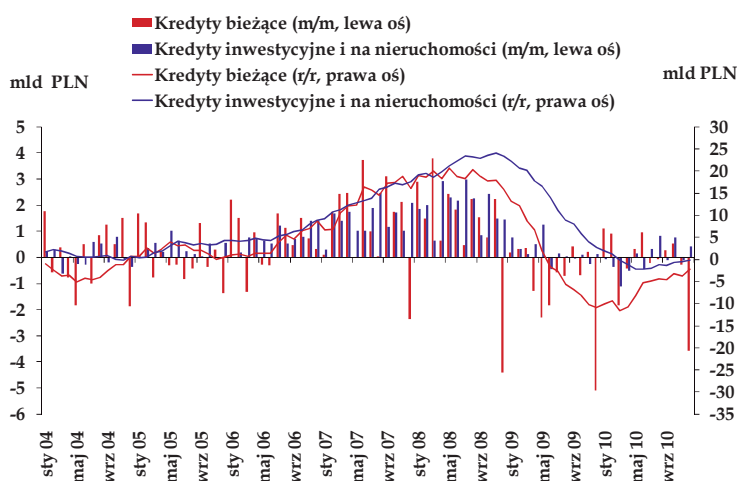
Kredyty dla przedsiębiorstw

Poprawa sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych nie wpłynęły istotnie na zmianę popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Nominalna wartość zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw w bankach obniżyła się w 2010 r. o 1,9 mld zł wobec spadku o 7,8 mld zł w 2009 r. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw była ujemna przez cały 2010 r., choć od maja 2010 r. stopniowo wzrastała.

Na spadek zadłużenia przedsiębiorstw wpłynął przede wszystkim spadek kredytów o charakterze bieżącym oraz kredytów długoterminowych na zakup nieruchomości. Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu kredytów bieżących obniżyło się w 2010 r. o 2,3 mld zł (wobec spadku o 10,9 mld zł w 2009 r.), przy czym roczna dynamika tych kredytów stopniowo wzrastała w drugiej połowie 2010 r. z przeciętnie ok. -9,0% w pierwszej połowie 2010 r. do -2,5% w grudniu 2010 r. Spadek tej kategorii kredytów był związany – z jednej strony – z dalszym zaostrzaniem polityki kredytowej banków, głównie wobec małych i średnich podmiotów gospodarczych oraz – z drugiej strony – z relatywnie dobrą sytuacją płynnościową przedsiębiorstw, zmniejszającą ich popyt na ten rodzaj kredytu.

Wykres Z.4.3

Zmiany r/r i m/m kredytów dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

W 2010 r. utrzymywał się również niski popyt na kredyty długoterminowe na zakup nieruchomości. Stan zadłużenia przedsiębiorstw z tego tytułu obniżył się w 2010 r. o 2 mld zł (wobec wzrostu o 1,8 mld zł w 2009 r.). Jednocześnie roczna dynamika tej kategorii kredytów stopniowo się obniżała (do -7,8% w grudniu 2010 r. wobec 3,7% w grudniu 2009 r.).

W 2010 r. wzrosła natomiast wartość długoterminowych kredytów inwestycyjnych (o 1,8 mld zł wobec wzrostu o 0,9 mld zł w 2009 r.), wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa do finansowania nowych lub powiększenia istniejących zdolności wytwórczych i usługowych. Pomimo pewnego ożywienia w segmencie kredytów inwestycyjnych, w skali całego roku głównym źródłem finansowania inwestycji pozostały środki własne przedsiębiorstw, czemu sprzyjały dobre wyniki sprzedaży znajdujące odzwierciedlenie w szybkim wzroście depozytów przedsiębiorstw.

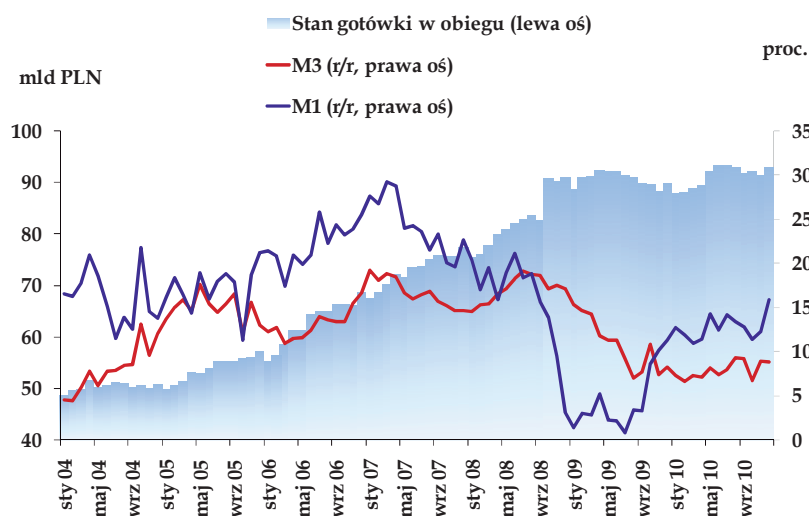
Depozyty i agregaty monetarne

W 2010 r. stan szerokiego pieniądza M3 wzrósł o 63,3 mld zł wobec wzrostu o 55,1 mld zł rok wcześniej. Tempo wzrostu agregatu M3 było stosunkowo stabilne i kształtowało się przeciętnie na poziomie ok. 8% r/r.

Szybciej niż szeroki pieniądz rosły jego płynne składniki zaliczane do agregatu M1 (przeciętnie w tempie ok. 13% r/r). Znacząco zwiększyły się depozyty bieżące gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Ich wartość wzrosła łącznie o 54,8 mld zł w 2010 r. (21% r/r). Drugi komponent agregatu M1 – pieniądz gotówkowy w obiegu – zwiększył się w tym czasie o 2,9 mld zł. Jego roczna dynamika stopniowo rosła, z -1,1% w grudniu 2009 r. do 3,3% w grudniu 2010 r. Stan pozostałych składników szerokiego pieniądza (M3-M1), głównie depozytów terminowych z okresem pierwotnym do 2 lat włącznie, wzrósł nieznacznie – o 1,6 mld zł i w grudniu 2010 r. był wyższy o 0,5% niż rok wcześniej. W następstwie powyższych zamian, wskaźnik płynności pieniądza M3, mierzony udziałem gotówki i zobowiązań bieżących w pieniądzu M3, wzrósł w 2010 r. o 3,5 pkt proc. do poziomu ok. 57%.

Wykres Z.4.4

Roczne tempo zmian agregatów M3 i M1 oraz stan gotówki w obiegu.



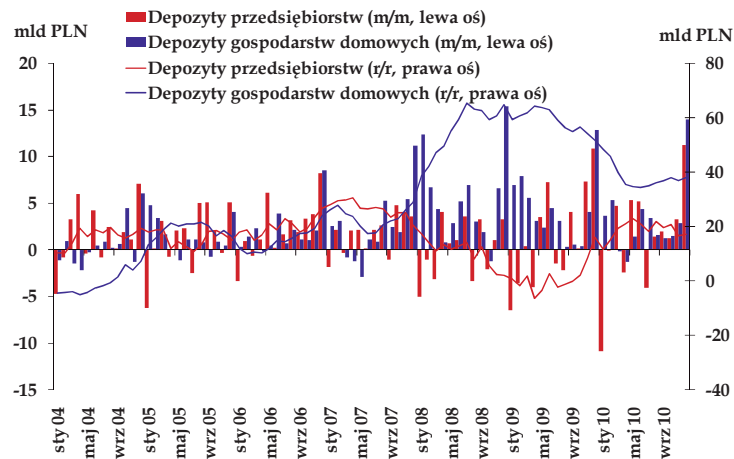
Źródło: Dane NBP.

Depozyty sektora gospodarstw domowych zwiększyły się w 2010 r. o 38 mld zł, wobec wzrostu o 51,5 mld zł rok wcześniej. Po trwającym od połowy 2009 r. systematycznym spadku dynamiki z bardzo wysokiego poziomu ok. 25% r/r, od II kw. 2010 r. tempo przyrostu depozytów gospodarstw domowych ustabilizowało się na poziomie ok. 10% r/r. Utrzymywanie się dynamiki depozytów gospodarstw na blisko dwucyfrowym poziomie było efektem szybkiego wzrostu depozytów bieżących (w tempie ponad 20% r/r), związanego z rosnącą popularnością lokat jednodniowych i oszczędnościowych z dzienną kapitalizacją odsetek. Natomiast depozyty terminowe do 2 lat włącznie zmniejszyły się w 2010 r. o 3,9 mld zł (-2% r/r).

Alternatywą dla lokat terminowych, ograniczającą dynamikę agregatu M3 w 2010 r., były inwestycje w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, akcje lub polisy ubezpieczeniowe. W 2010 r. wartość aktywów funduszy inwestycyjnych wzrosła o 18,6 mld zł, z czego około połowę stanowiły wpłaty netto nowych środków (w 2009 r. nowe wpłaty netto do funduszy wyniosły ok. 2 mld zł). W porównaniu z inwestycjami w fundusze inwestycyjne, skala inwestycji w akcje lub polisy ubezpieczeniowe była wyraźnie niższa i wyniosła według szacunków w obu przypadkach nieco powyżej 6 mld zł.

Wykres Z.4.5

Zmiany r/r i m/m depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wartość depozytów przedsiębiorstw wzrosła w 2010 r. o 17,1 mld zł (wobec wzrostu o 15,9 mld zł rok wcześniej). W pierwszej połowie 2010 r. dynamika depozytów stopniowo wzrastała do ok. 16% w maju 2010 r., po czym zaczęła się obniżać do ok. 10% w grudniu 2010 r. Jak wynika z prowadzonych przez NBP badań ankietowych, sytuacja płynnościowa sektora przedsiębiorstw była w 2010 r. relatywnie dobra i stabilna³¹. Równocześnie, ankietowane podmioty deklarowały wzrost planowanych inwestycji, które w blisko 50% miały być finansowane ze środków własnych.

³¹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2010 – wyniki badań prowadzonych przez NBP, umieszczone na stronie www.nbp.pl.

Załącznik 5

Opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2010 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 26 stycznia 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce, sytuacji na rynku pracy i rynku kredytowym oraz kształtowaniu się kursu złotego.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, stwierdzono, że najnowsze dane dotyczące gospodarek Stanów Zjednoczonych i strefy euro wskazują na utrwalenie tendencji wzrostowych w przemyśle i dalszą poprawę nastrojów wśród przedsiębiorców. Jednocześnie argumentowano, że nadal trudna sytuacja na rynkach pracy w tych gospodarkach może negatywnie wpływać na konsumpcję, co mogą sygnalizować niekorzystne dane o sprzedaży detalicznej. Rada podkreślała utrzymywanie się dużej niepewności co do skali ożywienia w gospodarce światowej. Część członków Rady zwracała uwagę na niepewność co do trwałości ożywienia w warunkach oczekiwanego zakończenia programów stymulacyjnych w wielu krajach. Zdaniem innych członków Rady, ważnym czynnikiem ryzyka pozostaje utrzymujący się znaczny deficyt sektora finansów publicznych i szybkie narastanie długu publicznego w głównych gospodarkach rozwiniętych. Równocześnie Rada oceniła, że dla wzrostu gospodarczego na świecie duże znaczenie będzie miała koniunktura w gospodarkach rozwijających się, których popyt może być istotnym czynnikiem wspierającym ożywienie w gospodarkach rozwiniętych.

Omawiając kształtowanie się inflacji za granicą, zwracano uwagę, że wzrost rocznych wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w grudniu 2009 r. wynikał głównie z dodatniego efektu bazy związanego z silnym spadkiem cen energii rok wcześniej. Część członków Rady podkreślała, że w świetle większości prognoz w najbliższych latach inflacja w tych gospodarkach utrzyma się na relatywnie niskim poziomie, co będzie obniżało inflację w gospodarce światowej. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych. Ponadto argumentowali oni, że w największych gospodarkach rozwijających się następuje domknięcie luki popytowej, co może ograniczać spadek cen towarów importowanych z tych krajów i jego dezinflacyjny wpływ na inflację na świecie i w Polsce.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja na światowych rynkach surowców. Oceniano, że ceny surowców w nadchodzących latach mogą kształtować się na relatywnie wyso-

kim poziomie. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że na rynkach surowców mogą występować długie cykle cenowe, ponieważ podaż może być zwiększona jedynie w wyniku podjęcia znaczących inwestycji i dlatego dostosowuje się z dużym opóźnieniem do wzrostu popytu. Ponadto inni członkowie Rady argumentowali, że na ceny surowców wpływają nie tylko popyt i podaż na rynku bazowym, lecz także sytuacja na rynkach instrumentów finansowych powiązanych z cenami surowców, w tym m.in. zakupy tych instrumentów przez zagraniczne fundusze emerytalne. W ocenie tych członków Rady brak uregulowania tej kwestii poprzez wprowadzenie limitów otwartych pozycji może sprzyjać kształtowaniu się cen surowców na wysokich poziomach mimo relatywnie słabego tempa wzrostu gospodarki światowej.

Dyskutując o sytuacji w polskiej gospodarce podkreślano, że napływające dane, w tym stopniowa stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz poprawa wskaźników koniunktury, w tym prognoz produkcji, a także dobra sytuacja płynnościowa i finansowa przedsiębiorstw sygnalizują stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że dane o produkcji przemysłowej w grudniu ub. r. okazały się istotnie niższe od oczekiwań. Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, większość członków Rady argumentowała, że wzrost PKB w kolejnych kwartałach może być silniejszy niż wcześniej oceniano. Część członków Rady zwróciła przy tym uwagę, że oceniając przełożenie oczekiwanego przyspieszenia wzrostu PKB na inflację należy brać pod uwagę możliwe obniżenie się tempa wzrostu potencjalnego, w tym w szczególności w związku z zarysowaniem się po 2004 r. tendencji do obniżania się tempa wzrostu produktywności czynników wytwórczych. Ponadto wskazywano, że w świetle badań NBP udział nierentownego eksportu w eksporcie ogółem jest bardzo niski, co oznacza, że przedsiębiorcy mogą utrzymać konkurencyjność cenową nawet w przypadku aprecjacji złotego. Równocześnie podkreślano, że wpływ kursu walutowego na rentowność eksportu jest obecnie mniejszy niż w przeszłości ze względu na wzrost powiązań międzynarodowych przedsiębiorstw oraz dużą importochłonność eksportu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że ewentualna aprecjacja kursu mogłaby w krótkim okresie silnie negatywnie wpłynąć na wzrost PKB, bo byłaby bodźcem do odbudowy zapasów dóbr importowanych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na oczekiwane utrzymywanie się relatywnie słabego wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, co może ograniczać tempo wzrostu eksportu, a w konsekwencji tempo wzrostu PKB. Zdaniem tych członków Rady, ze względu na znaczenie popytu zewnętrznego oraz międzynarodowe powiązania przedsiębiorstw wzrost gospodarczy w Polsce jest obecnie w znacznie większym stopniu zależny od koniunktury za granicą niż w okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do czynników wpływających na kształtowanie się inwestycji, część członków Rady podkreślała, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w sektorze przedsiębiorstw jest nadal niskie, a inwestycje z opóźnieniem reagują na poprawę koniunktury – tak jak miało to miejsce przy wychodzeniu z poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego – wobec czego nie należy oczekiwać szybkiego ich ożywienia. Argumentowano ponadto, że inwestycje w nadchodzącym okresie będą zależeć nie tylko od wolnych mocy produkcyjnych w Polsce, lecz także w krajach, z którymi powiązane są polskie przedsiębiorstwa, w szczególności w Niemczech. Oznacza to, że mimo pozytywnego nastawienia inwestorów do gospodarek wschodzących, w tym do Polski, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych w najbliższych latach może być – zdaniem tych członków Rady – istotnie niższy niż przed globalnym kryzysem. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że zgodnie z badaniami koniunktury NBP wykorzystanie mocy produkcyjnych w IV kw. 2009 r. było zbliżone do obserwowanego w latach 2003-2004, kiedy po okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego inwestycje zaczęły rosnać, co może sygnalizować szybsze od oczekiwań ożywienie inwestycji.

Analizując dane o rynku pracy, członkowie Rady argumentowali, że skala pogorszenia sytuacji na tym rynku jest znacznie mniejsza niż w okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego, czego przejawem jest istotnie wyższy obecnie stosunek wakatów do liczby bezrobot-

nych. Sytuacja taka zwiększa ryzyko przyspieszenia dynamiki płac szybszego niż miało to miejsce w przypadku wychodzenia z poprzedniego spowolnienia gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że w nadchodzących latach zmiany demograficzne będą negatywnie oddziaływać na podaż pracy, podczas gdy w okresie wychodzenia z poprzedniego spowolnienia łagodziły one presję płacową, a w konsekwencji presję inflacyjną. Ponadto odnotowany w IV kw. 2009 r. spadek udziału przedsiębiorstw obniżających marże oraz prawdopodobny – zdaniem tych członków Rady – wzrost marż w fazie ożywienia koniunktury wskazują, że inflacja w gospodarce może rosnąć nawet gdyby utrzymała się niska dynamika jednostkowych kosztów pracy. Inni członkowie Rady podkreślali, że ze względu na wzrost stopy bezrobocia, umiarkowaną (po oczyszczeniu z wpływu czynników jednorazowych) dynamikę wynagrodzeń w przedsiębiorstwach oraz dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, w najbliższym okresie nie należy spodziewać się istotnej presji inflacyjnej ze strony rynku pracy. W tym kontekście zwracano uwagę na zjawisko tzw. chomikowania pracy przez przedsiębiorstwa, polegające na ograniczaniu zwolnień w okresie spowolnienia gospodarczego, co w okresie ożywienia powinno umożliwić wzrost wydajności i zaspokojenie rosnącego popytu bez istotnego wzrostu zatrudnienia, a prawdopodobnie także bez istotnego wzrostu płac. Zdaniem tych członków Rady może to być czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną.

Część członków Rady wskazywała, że sytuacja na rynku kredytowym nie uległa poprawie – w dalszym ciągu zmniejsza się akcja kredytowa w sektorze przedsiębiorstw oraz utrzymuje się wyraźnie niższy niż w ostatnich latach wzrost kredytów dla sektora gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że zgodnie ze wstępnymi wynikami prowadzonych przez NBP badań ankietowych banków, w IV kw. 2009 r. zahamowana została tendencja do zaostrzania polityki kredytowej, a w 2010 r. banki przewidują wyraźne zwiększenie akcji kredytowej dla sektora niefinansowego.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady zwracała uwagę na znaczący wzrost kredytów udzielanych w walutach obcych, jaki miał miejsce przed rozpoczęciem kryzysu na światowych rynkach finansowych. Członkowie ci podkreślali, że możliwy jest ponowny znaczący wzrost walutowej akcji kredytowej, co może ograniczać siłę oddziaływania zmian stóp procentowych NBP na wielkość kredytu w gospodarce.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji, część członków Rady wskazywała, że w grudniu 2009 r. inflacja CPI wzrosła do 3,5% (do czego przyczynił się przede wszystkim dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw w grudniu 2008 r.), a w kolejnych miesiącach można oczekiwać istotnego obniżenia inflacji. Równocześnie podkreślano, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się do 2,6% w związku ze spadkiem dynamiki cen usług.

Odnosząc się do oczekiwań inflacyjnych, część członków Rady wskazywała na wzrost w styczniu 2010 r. większości miar oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych oraz na pogorszenie się struktury odpowiedzi respondentów na pytanie o przewidywane kształtowanie się cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Członkowie ci oceniali, że niewielkie powiększenie się rozpiętości prognoz analityków bankowych oraz utrzymywanie się względnie wysokiego zróżnicowania oczekiwań osób prywatnych może wskazywać na niepewność odnośnie do oceny procesów inflacyjnych przez podmioty gospodarcze. Inni członkowie Rady argumentowali, że oczekiwania inflacyjne w Polsce mają charakter adaptacyjny, a więc są w dużym stopniu zależne od przeszłej inflacji, co należy uwzględnić przy interpretacji ich zmian. W kontekście kształtowania się oczekiwań inflacyjnych i ich przełożenia na dynamikę płac Rada dyskutowała także o sile związków zawodowych, które mają istotne znaczenie w negocjacjach płacowych w sektorze publicznym, choć w skali całej gospodarki zrzeszają relatywnie niewielką liczbę pracowników.

Rada dyskutowała też na temat kształtowania się kursu złotego na tle kursu równowagi. Część członków Rady argumentowała, że wysoki stopień integracji polskiej gospodarki ze strefą euro powinien sprzyjać ograniczeniu odchyłek realnego kursu złotego od kursu równowagi. Inni

członkowie Rady wskazywali, że inwestorzy zagraniczni w swoich decyzjach dotyczących gospodarek wschodzących kierują się często bardzo ograniczonym zbiorem informacji, co może skutkować odchyleniami kursu od poziomu uzasadnionego czynnikami fundamentalnymi. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że nierównowaga w finansach publicznych, zarówno w otoczeniu zewnętrznym, jak i w Polsce, jest czynnikiem zwiększającym ryzyko dużej zmienności kursu złotego.

Odnosząc się do decyzji dotyczących wysokości stóp procentowych NBP w kolejnych miesiącach, część członków Rady oceniała, że oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji w średnim okresie. Zdaniem tych członków Rady, może to wskazywać na zbliżanie się momentu, w którym będzie należało rozważyć zmianę oceny prawdopodobieństw ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego, a następnie zacieśnienie polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że wobec niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej i polskiej, a także wpływu przewidywanego zacieśnienia polityki makroekonomicznej za granicą na przyszły wzrost gospodarczy i inflację na świecie nadal prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone, a stopy procentowe NBP w najbliższym okresie powinny pozostać na niezmiennym poziomie.

Rada uznała, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 24 lutego 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat interakcji perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce w świetle lutowej projekcji NBP, sytuacji na rynku pracy oraz rynku kredytowym.

Podkreślano fakt występowania dalszej poprawy aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, którą potwierdzają lepsze od oczekiwań dane o PKB za IV kw. 2009 r. oraz wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu 2010 r. Zwracano przy tym uwagę, że przyrost zapasów może świadczyć o poprawie ocen przyszłego popytu. Wskazywano także na stopniowe wyhamowywanie negatywnych tendencji na amerykańskim rynku pracy. Jednocześnie część członków Rady wymieniała następujące czynniki mogące stanowić ryzyko dla trwałości ożywienia w gospodarce amerykańskiej: osłabienie tendencji wzrostowej na rynku nieruchomości, dalsze ograniczenie akcji kredytowej dla sektora prywatnego oraz utrzymujący się wysoki deficyt budżetowy.

Analizując sytuację w strefie euro, zwracano uwagę na kontrast dynamiki PKB w tej gospodarce w stosunku do gospodarki amerykańskiej. Wskazywano na wyraźny spadek produkcji przemysłowej w grudniu ub.r. oraz na niskie tempo wzrostu PKB w gospodarce strefy euro w IV kw. 2009 r., w tym na stagnację w Niemczech. Podkreślano przy tym istotne różnicowanie sytuacji w poszczególnych krajach strefy euro oraz argumentowano, że ważnym czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia w tej gospodarce jest napięta sytuacja fiskalna w Grecji, Irlandii, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii. Jednocześnie wskazywano na dalszą poprawę wskaźników koniunktury obrazujących nastroje przedsiębiorstw w strefie euro. Zwracano też uwagę na wysoki wzrost w gospodarkach azjatyckich, których popyt może być czynnikiem wspierającym ożywienie w gospodarkach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski.

Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że istotnym źródłem niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej, a w konsekwencji w gospodarce polskiej, są skutki oczekiwanego zakończenia programów stymulacyjnych w wielu krajach. Inni członkowie Rady wskazywali, że pogorszenie koniunktury za granicą, a w efekcie w gospodarce polskiej, może nastąpić m.in. ze względu na trudną sytuację fiskalną w krajach rozwiniętych. Część członków Rady argumentowała, że – mimo słabej dynamiki PKB w strefie euro, a w szczególności w Niemczech – stopniowo rośnie krajowy eksport oraz import, co wynika z silniejszego powiązania polskiego handlu z eksportem głównych partnerów handlowych Polski niż z popytem wewnętrznym w tych krajach. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w przypadku ponownego istotnego osłabienia się tempa wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki bardziej prawdopodobna byłaby raczej deprecjacja nominalnego kursu złotego niż jego aprecjacja. To w połączeniu z obniżającymi się jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle zwiększałoby cenową konkurencyjność przedsiębiorstw wobec zagranicy, sprzyjając utrzymaniu dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Dyskutując o sytuacji w polskiej gospodarce zwracano uwagę na wyższy niż oczekiwano wzrost produkcji przemysłowej, dalszą poprawę wskaźników koniunktury oraz na kolejną rewizję w górę sporządzanych przez analityków zewnętrznych prognoz wzrostu PKB na 2010 r. Zdaniem części członków Rady napływające dane wskazują na szybsze niż dotychczas oczekiwano przyspieszenie dynamiki PKB. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że niższa od większości prognoz dynamika sprzedaży detalicznej w grudniu 2009 r. wynikała przede wszystkim z niekorzystnych warunków pogodowych i nie jest sygnałem osłabienia popytu. Członkowie Rady wskazywali na trudną sytuację sektora finansów publicznych, w tym gorszą niż w latach poprzednich sytuację jednostek samorządu terytorialnego. Część członków Rady argumentowała, że obniżenie się liczby pracujących w sektorze publicznym, na co wskazują dane BAEL za IV kw. 2009 r., i możliwa kontynuacja tej tendencji w obliczu koniecznego ograniczenia skali nierównowagi finansów publicznych, mogą przełożyć się na pogorszenie sytuacji dochodowej części gospodarstw domowych, a w konsekwencji popytu krajowego. Jednak inni członkowie Rady – wskazując na różnice w dynamice dochodów z pracy w sektorze przedsiębiorstw i dynamice z dochodów z pracy najemnej łącznie – zwracali uwagę, że sektor finansów publicznych dotychczas raczej zwiększał presję płacową niż ją łagodził.

Analizując dane o rynku pracy, większość członków Rady oceniła, że stopniowa stabilizacja zatrudnienia obserwowana w ostatnich miesiącach w sektorze przedsiębiorstw może sygnalizować pewne wyhamowywanie negatywnych tendencji na rynku pracy. Jednak według części członków Rady dalszy wzrost stopy bezrobocia, wynikający ze wzrostu aktywności zawodowej w warunkach słabego popytu na pracę, powinien sprzyjać utrzymaniu niskiej presji płacowej w najbliższych miesiącach. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast na negatywny wpływ czynników demograficznych na podaż pracy, który w nadchodzących latach będzie wzmacniał presję płacową.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady oceniła, że polityka kredytowa banków w stosunku do sektora przedsiębiorstw jest nadal restrykcyjna. Może to negatywnie wpływać na działalność przedsiębiorstw tym bardziej, że wciąż duży odsetek firm ma niską płynność. Członkowie ci wskazywali, że Rekomendacja T wydana w lutym br. przez Komisję Nadzoru Finansowego będzie oddziaływała w kierunku zmniejszenia dostępu gospodarstw domowych do kredytu. Zdaniem tych członków Rady możliwe dalsze osłabienie dynamiki kredytu dla sektora prywatnego będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Polsce, co może – w opinii niektórych członków Rady – przemawiać za podjęciem przez bank centralny dodatkowych działań wspierających pośrednio akcję kredytową.

Inni członkowie Rady argumentowali, że wysoki poziom rentowności netto przedsiębiorstw oraz wysokie odpisy amortyzacyjne, a w konsekwencji – w ich ocenie – dobra sytuacja płynnościowa

firm umożliwi przedsiębiorstwom finansowanie zarówno działalności bieżącej, jak i inwestycyjnej ze środków własnych, co zmniejsza popyt na kredyt ze strony tych podmiotów. Członkowie ci wskazywali ponadto na systematyczny spadek odsetka firm charakteryzujących się bardzo niską płynnością oraz na brak sygnalizowania problemów z płynnością przez większość tych przedsiębiorstw. Zwracali oni również uwagę na coraz silniejsze kwartalne przyrosty zadłużenia gospodarstw domowych, w tym w szczególności relatywnie wysoką dynamikę kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali, że wysokość rat spłaty złotych kredytów mieszkaniowych zależy w głównej mierze od poziomu stóp procentowych w Polsce. Ich zdaniem zbyt późne rozpoczęcie zacieśniania polityki pieniężnej dla stabilizowania inflacji na poziomie celu inflacyjnego może wymagać znacznie silniejszego podniesienia stóp procentowych NBP w przyszłości, a to zwiększyłoby wyraźnie wysokość rat kredytów mieszkaniowych.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji wskazywano, że nieznaczny wzrost inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego w styczniu 2010 r. jest najprawdopodobniej przejściowy. Większość członków Rady podkreślała, że w kolejnych miesiącach można oczekiwać silnego spadku inflacji, nawet w pobliżu dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Zdaniem tych członków Rady do silnego obniżenia się inflacji przyczynią się przede wszystkim: efekty bazy związane z wysokimi podwyżkami cen regulowanych na początku 2009 r., a także sprzyjający obniżaniu się inflacji bazowej spadek cen importu w wyniku dotychczasowej aprecjacji złotego. Zdaniem części członków Rady efekt ten będzie wzmacniany ograniczoną presją popytową i płacową. Członkowie ci wskazywali ponadto, że na podstawie obecnie dostępnych informacji, należy zakładać brak podniesienia niektórych podatków, w tym stawek akcyzy, w bieżącym roku. Podniesienie tych podatków było wcześniej oceniane jako czynnik ryzyka dla obniżania się inflacji. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo silnego osłabienia się wzrostu gospodarczego inflacja w Polsce utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie.

Omawiając perspektywy kształtowania się inflacji w średnim okresie część członków Rady podkreślała, że czynnikami sprzyjającymi utrzymaniu się inflacji na niskim poziomie będą: stabilne oczekiwania inflacyjne, relatywnie niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, prawdopodobne zwiększenie restrykcyjności polityki fiskalnej wynikające z konieczności zmniejszenia deficytu sektora finansów publicznych oraz niska presja popytowa związana z powolnym ożywieniem wzrostu w gospodarce światowej. Członkowie ci zwracali także uwagę, że na przyszły spadek inflacji wskazuje również systematycznie obniżająca się dynamika agregatu M3. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że w kierunku wyższej inflacji w najbliższych latach mogą oddziaływać wyższe ceny energii związane z dalszym wzrostem cen ropy naftowej. Członkowie ci argumentowali przy tym, że ograniczone możliwości zwiększenia podaży surowców energetycznych uzasadniają oczekiwanie wzrostu ich cen w odpowiedzi na powoli rosnący popyt w gospodarce światowej. Równocześnie – zdaniem tych członków Rady – dążenie do zwiększenia produkcji biopaliw będzie powodowało także wzrost cen surowców żywnościowych na rynkach światowych.

Rada omawiała perspektywy inflacji na tle wyników lutowej projekcji NBP. Zwracano uwagę, że centralna ścieżka projekcji, przy założeniu stałych stóp procentowych NBP, wskazuje na stopniowy wzrost inflacji od IV kw. 2010 r. – do poziomu powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego pod koniec 2012 r., przy czym inflacja bazowa w latach 2011-2012 ma utrzymywać się istotnie powyżej 2,5%. Część członków Rady argumentowała, że utrzymywanie się inflacji ogółem poniżej celu inflacyjnego do połowy 2011 r. ma być związane z silnym spadkiem dynamiki cen żywności i energii, tj. kategorii podatnych na szoki, których prognozy mogą być obarczone dużym błędem. Zdaniem tych członków Rady wyższa niż przewidziano w projekcji może być również dynamika, z jednej strony, jednostkowych kosztów pracy oraz, z drugiej strony, konsumpcji prywatnej (według projekcji ta ostatnia ma kształtować się istotnie poniżej średniej wartości z lat 2000-2009). Oceniali oni jako mało prawdopodobną sytuację, w której do końca ho-

ryzontu projekcji pogłębia się ujemna luka popytowa. W efekcie, według tych członków Rady inflacja w średnim okresie może kształtować się powyżej centralnej ścieżki projekcji. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że odmienne od wynikającego z projekcji kształtowanie się kursu złotego sprawia, że ocena ryzyk dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie może być bardziej korzystna od zawartej w lutowej projekcji NBP.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu Rady były również kwestie związane z integracją monetarną Polski ze strefą euro, w tym z uczestnictwem złotego w mechanizmie kursowym ERM II. Rada dyskutowała na temat warunków, które powinny zostać spełnione na drodze Polski do strefy euro. Rada uznała, że przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.

Omawiając perspektywy polityki pieniężnej w najbliższym okresie, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z lutową projekcją prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu, co uzasadnia – ich zdaniem – zasygnalizowanie w Informacji po posiedzeniu RPP możliwości zmiany w niedługim czasie oceny bilansu ryzyk dla inflacji. Pozostali członkowie Rady argumentowali natomiast, że niepewność dotycząca uwarunkowań przebiegu procesów makroekonomicznych na świecie, a zwłaszcza w strefie euro, nie pozwala jeszcze na jednoznaczną ocenę, czy ryzyko ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego istotnie wzrosło.

Rada oceniła, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Odnosząc się do decyzji dotyczących wysokości stóp procentowych NBP w przyszłości część członków Rady zgadzała się, że oczekiwany wzrost inflacji w latach 2011-2012 może uzasadniać zaostrzenie polityki pieniężnej w 2010 r., choć moment ewentualnego podwyższania stóp procentowych będzie uzależniony od rozwoju sytuacji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dalsza stabilizacja sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych może przełożyć się na spadek premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych, co – przy utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie – będzie oznaczało złagodzenie warunków monetarnych. Zdaniem części członków Rady zbyt wczesne zacieśnienie polityki pieniężnej mogłoby jednak oddziaływać w kierunku nadmiernej aprecjacji kursu złotego.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 31 marca 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce, kształtowania się kursu złotego, sytuacji sektora finansów publicznych oraz przyszłej polityki pieniężnej.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki wskazywano na dalszy wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, szczególnie widoczny w sektorze przemysłowym. Oceniano, że stabilizacja stopy bezrobocia i wolniejszy niż we wcześniejszym okresie spadek zatrudnienia mogą sygnalizować stopniowe wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy. Jednocześnie podkreślano, że w lutym pogorszyły się nastroje amerykańskich konsumentów, co mogło być związane z nadal wysokim poziomem bezrobocia i pogorsze-

niem się sytuacji na rynku nieruchomości. Część członków Rady argumentowała, że ograniczona skala akcji kredytowej dla sektora prywatnego i zła sytuacja na rynku nieruchomości z jednej strony oraz utrzymujący się wysoki deficyt budżetowy z drugiej strony stanowią czynniki ryzyka dla trwałego ożywienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych.

Analizując sytuację w strefie euro wskazywano, że poprawa koniunktury następuje tam wyraźniej wolniej niż w Stanach Zjednoczonych, choć – podobnie jak w gospodarce amerykańskiej – coraz wolniejszy spadek zatrudnienia i stabilizacja stopy bezrobocia mogą sygnalizować powolne wyhamowanie negatywnych tendencji na rynku pracy. Argumentowano też, że w nadchodzącym okresie w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej w strefie euro będzie oddziaływać rosnący popyt gospodarek rozwijających się, głównie z Azji. Część członków Rady wskazywała jednak, że na perspektywy eksportu strefy euro może niekorzystnie oddziaływać struktura geograficzna tego eksportu oraz zmniejszenie konkurencyjności gospodarki niemieckiej związane ze wzrostem jednostkowych kosztów pracy w tej gospodarce w ostatnim czasie. Oceniano także, że najnowsze dane miesięczne, w tym spadek sprzedaży detalicznej i pogorszenie się niektórych wskaźników koniunktury w styczniu, mogą wskazywać na utrzymywanie się słabego popytu wewnętrznego w strefie euro. Zdaniem niektórych członków Rady dane o PKB za IV kw. 2009 r. oraz najnowsze dane miesięczne mogą wskazywać, że poprawa aktywności w tej gospodarce mogła być przejściowa i stanowić w dużej mierze efekt rządowych programów stymulacji koniunktury.

W tym kontekście wskazywano na utrzymywanie się niepewności odnośnie do trwałości ożywienia w gospodarce światowej. Niepewność ta jest związana dla części Rady przede wszystkim z napięciami na rynkach finansowych wywołanymi problemami finansowymi części krajów strefy euro, zwłaszcza Grecji oraz ze stopniowym ograniczaniem stopnia ekspansywności polityki makroekonomicznej w największych gospodarkach europejskich i Stanach Zjednoczonych. Zdaniem innych członków Rady niepewność ta wynika głównie z narastania długu publicznego w wielu krajach. Analizując czynniki zwiększające niepewność odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej oraz inflacji CPI i PPI w Chinach, co może wskazywać na narastającą nierównowagę w tej gospodarce. Członkowie ci argumentowali, że ze względu na silne powiązania handlowe między Chinami i strefą euro ewentualne osłabienie koniunktury w Chinach miałyby negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego w strefie euro, a w konsekwencji także w Polsce.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych podkreślano, że stopniowo wycofują się one z niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Oceniano przy tym, że ze względu na słabe jeszcze ożywienie aktywności gospodarczej na świecie i niską presję inflacyjną w głównych gospodarkach rozwiniętych, w najbliższym okresie nie należy oczekiwać podwyższenia stóp procentowych w tych gospodarkach. Jednocześnie wskazywano, że w niektórych krajach regionu w ostatnim okresie nastąpiło dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Część członków Rady podkreślała natomiast, że w niektórych gospodarkach rozwiniętych rozpoczęto już cykl podwyżek stóp procentowych.

Dyskutując na temat sytuacji w polskiej gospodarce zwracano uwagę, że w IV kw. 2009 r. roczna dynamika popytu wewnętrznego była nadal relatywnie niska, a do wzrostu PKB przyczynił się przede wszystkim eksport netto. Jednocześnie oceniano, że w świetle najnowszych miesięcznych danych ożywienie aktywności gospodarczej dotyczy w największym stopniu przemysłu, tj. sektora, który został najsilniej dotknięty spowolnieniem gospodarczym. Zwracano także uwagę na gorsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej oraz silny spadek produkcji budowlano-montażowej w pierwszych miesiącach 2010 r., choć jednocześnie oceniano, że dane te mogły być zaburzone przez niekorzystne warunki pogodowe i w kolejnych miesiącach można oczekiwać pewnej ich poprawy. Część członków Rady wskazywała, że obniżenie się dynamiki sprzedaży

detalicznej może wskazywać na opóźnione dostosowanie popytu gospodarstw domowych do warunków spowolnienia gospodarczego. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wyraźnie mniejsza niż przed rokiem skala akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw może sygnalizować niski wzrost inwestycji tego sektora. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że obserwowany w ostatnich miesiącach wzrostowy trend części wskaźników koniunktury konsumencjonalnej może sygnalizować ożywienie popytu konsumpcyjnego w nadchodzącym okresie. Argumentowali oni także, że niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw odzwierciedla ich niskie zapotrzebowanie na kredyt, będące efektem bardzo dobrych wyników finansowych i wysokiej płynności przedsiębiorstw. Zdaniem tych członków Rady, taką ocenę mogą potwierdzać wyniki badań koniunktury NBP, w świetle których w IV kw. 2009 r. obniżył się odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt, wzrósł natomiast odsetek zaakceptowanych wniosków kredytowych. Ponadto oceniali oni, że w nadchodzącym okresie wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych może ponownie przyspieszyć, na co wskazują prognozy banków komercyjnych.

Omawiając kształtowanie się cen towarów i usług konsumpcyjnych, wskazywano na wyraźny spadek rocznej inflacji CPI w lutym 2010 r., na który złożył się spadek rocznych wskaźników cen paliw i nośników energii oraz cen żywności, a także obniżenie się inflacji bazowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że w świetle dostępnych prognoz w najbliższych miesiącach inflacja będzie się obniżać, na co wpłyną przede wszystkim statystyczne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen administrowanych w 2009 r., obserwowana dotychczas aprecjacja kursu złotego, umiarkowane tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz niska obecnie presja popytowa. Wskazywali oni, że presja popytowa jest niska ze względu na nadal niekorzystną sytuację na rynku pracy odzwierciedloną w spadku liczby pracujących według BAEL w IV kw. 2009 r. i w ograniczonym wzroście wynagrodzeń, a także na niską dynamikę kredytów dla sektora niefinansowego. Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek inflacji w najbliższym okresie może być ograniczany przez wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz cen gazu dla odbiorców indywidualnych na rynku krajowym. W ocenie części Rady w dalszej perspektywie presja inflacyjna będzie się zwiększać ze względu na wzrost presji popytowej związanej z ożywieniem aktywności gospodarczej i nierównowagą sektora finansów publicznych, a także na możliwe nasilenie presji płacowej w części tego sektora. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że pomimo spadku, w ostatnim okresie inflacja była wyższa niż to wynikało z wcześniejszych prognoz.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kwestii spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Część członków Rady podkreślała, że dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, znacząco przewyższa szacowaną wartość referencyjną dla tego kryterium. Członkowie ci zwracali uwagę, że dalsze utrzymywanie się obserwowanych w ostatnim roku dodatnich różnic między zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych (HICP) a wskaźnikiem CPI oraz ewentualne uwzględnienie w przyszłości cen usług związanych z użytkowaniem mieszkań przez właścicieli we wskaźniku HICP mogłyby wpływać na perspektywy spełnienia przez Polskę kryterium stabilności cen.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu złotego, który w ostatnim okresie wyraźnie się umocnił. Część członków Rady oceniała, że tempo aprecjacji kursu może być nadmierne, wskazując, że od lutego 2009 r. złoty umocnił się silniej niż pozostałe waluty regionu. Podkreślali oni, że umocnienie złotego zwiększa stopień restrykcyjności warunków monetarnych w Polsce i może niekorzystnie wpływać na konkurencyjność polskiego eksportu, hamując ożywienie aktywności gospodarczej. Zwracano również uwagę, że szybka aprecjacja kursu rodzi ryzyko zwiększonych jego wahań w przyszłości. Inni członkowie Rady oceniali, że na zmiany kursu złotego i innych walut regionu w dużym stopniu wpływa sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych, a niedawne umocnienie złotego było związane ze spadkiem globalnej awersji do

ryzyka. Wskazywali także, że aprecjacji złotego sprzyja napływ kapitału zagranicznego na rynek polskich skarbowych papierów wartościowych, związany z dużymi potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa. Członkowie ci argumentowali, że ze względu na większą niż w przypadku innych walut regionu skalę wcześniejszej deprecjacji związanej z kryzysem finansowym, pomimo obserwowanego ostatnio umocnienia, kurs złotego nie przewyższa szacowanego kursu równowagi. Zdaniem tych członków Rady obecny poziom kursu złotego nie zmniejsza znacząco konkurencyjności polskiego eksportu, co potwierdzają – ich zdaniem – badania NBP wskazujące na poprawę ocen przedsiębiorstw eksportujących odnośnie do ich bieżącej i oczekiwanej sytuacji. Ponadto członkowie ci wskazywali, że korzystnie na konkurencyjność eksportu oddziałuje spadek jednostkowych kosztów pracy w przemyśle. Oceniali oni także, że dynamika polskiego eksportu jest w większym stopniu zależna od wzrostu wymiany handlowej w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski niż od poziomu kursu walutowego, choć jednocześnie podkreślali, że wysoka zmienność kursu może mieć niekorzystny wpływ na rozwój sektora produkującego dobra podlegające międzynarodowej wymianie handlowej w porównaniu do sektora niewytwarzającego takich dóbr.

Członkowie Rady wskazywali na niekorzystną sytuację sektora finansów publicznych, o której świadczy bardzo wysoki zbiorczy deficyt budżetów odnotowany przez jednostki samorządu terytorialnego w 2009 r., a także relatywnie wysoki stopień realizacji rocznego planu deficytu budżetu państwa w pierwszych dwóch miesiącach 2010 r. Część członków Rady oceniała, że możliwe utrzymanie się słabego popytu konsumpcyjnego oddziaływałoby w kierunku zmniejszenia dochodów z VAT i zwiększenia deficytu budżetowego. Zdaniem tych członków Rady, w świetle dostępnych danych planowane przez rząd działania konsolidacyjne mogą okazać się niewystarczające do ograniczenia nierównowagi sektora finansów publicznych zgodnie z założeniami przedstawionymi w Programie konwergencji. Aktualizacja 2009. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że w razie pogłębienia się tych problemów mógłby nastąpić odpływ kapitału zagranicznego oddziałujący w kierunku osłabienia kursu złotego.

Rada oceniła, że umiarkowana presja inflacyjna w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej oraz niepewność odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce w połączeniu z dotychczasową aprecjacją kursu złotego uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Odnosząc się do przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych NBP, niektórzy członkowie Rady stwierdzili, że wobec ryzyka nadmiernego umocnienia kursu złotego, prowadzącego do silnego wzrostu stopnia restrykcyjności warunków monetarnych, można rozważyć ich przejściowe złagodzenie poprzez obniżenie stóp procentowych NBP. Część członków Rady argumentowała, że w obecnej sytuacji obniżenie stóp procentowych jest nieuzasadnione i mogłoby przyczynić się do zwiększenia zmienności cen na rynkach finansowych. Ponadto, w ocenie większości Rady, przejściowe obniżenie stóp procentowych NBP spowodowałoby konieczność silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w dalszej perspektywie.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 kwietnia 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, w tym możliwych skutków kryzysu fiskalnego w Grecji, oraz perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Odnosząc się do sytuacji za granicą wskazywano, że aktywność gospodarcza na świecie stopniowo rośnie, choć skala ożywienia jest silnie zróżnicowana między poszczególnymi regionami. Zwracano uwagę, że w marcu – po raz pierwszy od początku recesji wywołanej kryzysem finansowym – nastąpił wyraźny wzrost zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych, co przyczyniło się do dalszego umocnienia popytu konsumpcyjnego w tej gospodarce. Jednocześnie podkreślano, że dalsza poprawa na rynku pracy będzie następować stopniowo. Ponadto oceniano, że nadal niewielka skala akcji kredytowej w Stanach Zjednoczonych będzie oddziaływała w kierunku ograniczenia wzrostu popytu w tej gospodarce w nadchodzącym okresie.

Dyskutując na temat strefy euro, część członków Rady wskazywała na dalszy wzrost produkcji przemysłowej i poprawę wskaźników koniunktury odzwierciedlających nastroje przedsiębiorców. Członkowie ci zwracali uwagę, że szybki wzrost gospodarczy w rozwijających się krajach Azji prowadzi do wzrostu popytu w tych krajach na produkty eksportowe strefy euro, oddziałując w kierunku wzrostu jej PKB. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że ożywienie aktywności w strefie euro jest wyraźnie słabsze niż w Stanach Zjednoczonych, przy czym zdaniem niektórych członków Rady jest to w dużej mierze efektem relatywnie większej skali ekspansji fiskalnej i monetarnej w gospodarce amerykańskiej w minionym okresie. Członkowie ci wskazywali, że wciąż niekorzystna sytuacja na rynku pracy w strefie euro przyczynia się do ograniczania popytu konsumpcyjnego, co znalazło odzwierciedlenie w spadku sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach 2010 r. Podkreślano jednak, że ważną przyczyną tego spadku były także niekorzystne warunki pogodowe.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji fiskalnej głównych gospodarek rozwiniętych. Oceniano, że będące efektem wprowadzonych wcześniej programów stymulujących koniunkturę narastanie długu publicznego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro stanowi główny czynnik ryzyka dla ich wzrostu gospodarczego. Z jednej strony ograniczenie deficytów budżetowych, choć sprzyjałoby wzrostowi gospodarczemu w dłuższej perspektywie, może doprowadzić do ponownego spadku aktywności w tych gospodarkach w krótkim okresie. Z drugiej strony utrzymywanie luźnej polityki fiskalnej byłoby czynnikiem osłabiającym wzrost gospodarczy ze względu na wywołany tym wzrost długoterminowych stóp procentowych.

Odnosząc się do sytuacji w Grecji, część członków Rady wskazywała, że kryzys fiskalny w tym kraju prowadzi do napięć na międzynarodowych rynkach finansowych i wzrostu rynkowych stóp procentowych także w innych gospodarkach, zwłaszcza w tych krajach członkowskich strefy euro, które cechują się szczególnie dużą nierównowagą fiskalną. Różnice w stanie finansów publicznych oraz w zdolności do jego poprawy pogłębiają zróżnicowanie perspektyw wzrostu w poszczególnych gospodarkach tej strefy. Zdaniem tych członków Rady ewentualna niewypłacalność rządu Grecji doprowadziłaby do strat działających w Europie instytucji finansowych posiadających greckie skarbowe papiery wartościowe, co mogłoby przyczynić się do ponownego ograniczenia dostępu europejskich przedsiębiorstw do kredytu bankowego. Istotnie zwiększałaby również niepewność podmiotów gospodarczych odnośnie do przyszłej sytuacji ekonomicznej, prowadząc do spadku aktywności gospodarczej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że udzielenie Grecji pomocy finansowej przez inne państwa strefy euro wprawdzie przyczyni się do zażegnania aktualnego kryzysu, jednak w dalszej perspektywie może przełożyć się na spadek zaufania uczestników rynków finansowych do polityki fiskalnej w krajach strefy euro. To z kolei oddziaływałoby w kierunku, z jednej strony, wzrostu rynkowych stóp procentowych w tych gospodarkach oraz, z drugiej strony, osłabienia kursu euro i zwiększenia zmienności kursów innych walut, w tym złotego.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, wskazywano na nieznacznie zrewidowane w górę dane o PKB w IV kw. 2009 r. oraz lepsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Podkreślano przy tym, że ożywienie koniunktury dotyczy w największym stopniu sektora przemysłowego. Część członków Rady wskazywała, że produkcja sprzedana

przemysłu w marcu 2010 r. osiągnęła poziom wyższy niż przed spowolnieniem gospodarczym, a jej wzrost w ostatnim okresie objął większość działów. Zwracali oni uwagę na poprawę w I kw. 2010 r. oczekiwań przedsiębiorstw odnośnie do ich sytuacji ekonomicznej i przyszłego popytu, a także na fakt, że choć ożywienie gospodarcze nie przekłada się jeszcze na wzrost aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, większy niż w ostatnich kwartałach odsetek firm ankietowanych przez NBP kontynuuje wcześniej rozpoczęte projekty inwestycyjne. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dodatni wkład do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może mieć zmiana stanu zapasów, na co wskazuje zmniejszenie się odsetka ankietowanych przedsiębiorstw informujących o zbyt wysokich zapasach produktów gotowych i wzrost odsetka firm oceniających zapasy jako zbyt niskie. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na pogłębienie się spadku rocznej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw w IV kw. 2009 r., a także na spadek produkcji budowlano-montażowej i wciąż niską dynamikę sprzedaży detalicznej w całym I kw. 2010 r. Rada podkreślała także, że perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce zależą w dużym stopniu od rozwoju sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, w tym od tego, w jaki sposób zostanie rozwiązany kryzys fiskalny w Grecji i problemy fiskalne innych gospodarek.

Część członków Rady argumentowała, że możliwe utrzymywanie się słabej aktywności gospodarczej w strefie euro, która jest głównym partnerem handlowym Polski, będzie ograniczać wzrost polskiego eksportu, oddziałując w kierunku spowolnienia wzrostu krajowego PKB. Inni członkowie Rady wskazywali, że – pomimo niskiej aktywności gospodarczej w strefie euro – w ostatnich miesiącach polski eksport systematycznie się zwiększał, do czego przyczyniał się rosnący popyt krajów azjatyckich na europejskie produkty, w produkcji których wykorzystywane są wytwarzane w Polsce dobra pośrednie. Zwracali oni także uwagę, że w świetle badań ankietowych NBP sytuacja polskich eksporterów poprawia się, a opłacalność eksportu jest wysoka pomimo aprecjacji kursu złotego.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na dane za marzec 2010 r. sygnalizujące możliwość wyhamowania niekorzystnych tendencji na tym rynku: przyspieszenie rocznej dynamiki wynagrodzeń i pewną stabilizację zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, stabilizację stopy bezrobocia (po usunięciu czynników o charakterze sezonowym) oraz wzrost liczby nowych ofert pracy. Część członków Rady argumentowała, że na pewną poprawę sytuacji na rynku pracy w I kw. 2010 r. wskazują również wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw prowadzonych przez NBP, w świetle których prawdopodobne jest przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w kolejnym kwartale. Inni członkowie Rady oceniali, że poprawa sytuacji na rynku pracy będzie następować powoli i może nie dotyczyć niektórych sektorów gospodarki, w tym zwłaszcza budownictwa.

Dyskutując na temat bieżącej inflacji wskazywano, że w marcu 2010 r. roczna inflacja CPI spadła do poziomu bliskiego celowi inflacyjnemu NBP; obniżyły się także wszystkie miary inflacji bazowej oraz wskaźnik HICP, a wskaźnik PPI był nadal ujemny. Część członków Rady wskazywała jednak, że za spadek inflacji CPI w marcu w istotnej mierze odpowiadały niższe roczne dynamiki cen żywności oraz cen usług internetowych, na które zdaniem tych członków Rady w niewielkim stopniu wpływają zmiany presji popytowej. Oceniali oni w tym kontekście, że presję popytową może lepiej odzwierciedlać dynamika cen w kategorii restauracje i hotele, która jest nadal relatywnie wysoka. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że Polska od wielu miesięcy nie spełnia kryterium stabilności cen z Maastricht.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady wskazywała, że według dostępnych prognoz w nadchodzących miesiącach inflacja CPI będzie kształtować się poniżej celu inflacyjnego NBP. Przyczynią się do tego przede wszystkim: umiarkowana presja popytowa, odzwierciedlona w niskim stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych, obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego oraz niska dynamika kosztów pracy w gospodarce, w tym ich spadek w przemyśle. Zdaniem tych członków Rady, ograniczeniu presji popytowej sprzyjać będą relatyw-

nie wysoka stopa bezrobocia oraz niska dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego, w tym spadek kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie oceniano, że czynnikiem hamującym spadek inflacji może być wzrost cen surowców na rynkach światowych (choć efekt ten może być łagodzony przez dotychczasową aprecjację złotego), a także utrzymywanie się podwyższonej dynamiki niektórych cen administrowanych. Inni członkowie Rady oceniali, że kształtowanie się rocznego wskaźnika CPI wyraźnie poniżej celu inflacyjnego przez dłuższy okres jest mało prawdopodobne, ponieważ ożywienie aktywności w polskiej gospodarce i prawdopodobna w świetle najnowszych danych poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym zwłaszcza możliwe przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń będą prowadziły do stopniowego wzrostu presji popytowej i kosztowej. Argumentowali oni, że spadek jednostkowych kosztów pracy jest typowy dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, a wraz z dalszym ożywieniem aktywności gospodarczej można oczekiwać wzrostu ich dynamiki. Ponadto – w ocenie tych członków Rady – spadek kredytu dla przedsiębiorstw może odzwierciedlać niskie zapotrzebowanie firm na kredyt związane z ich dobrą sytuacją finansową. Podkreślano jednak, że w ocenie banków spadek popytu na kredyt dotyczy głównie dużych przedsiębiorstw, a popyt małych i średnich przedsiębiorstw na kredyt rośnie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dane dotyczące przemysłu wskazujące, że w porównaniu z sytuacją sprzed spowolnienia gospodarczego najwyższy przyrost produkcji sprzedanej odnotowano w przypadku dóbr konsumpcyjnych. Zdaniem tych członków Rady może to oznaczać, że wykorzystanie mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach produkujących dobra konsumpcyjne jest większe niż przeciętnie w sektorze przemysłowym, co może mieć znaczenie przy ocenie przyszłej dynamiki cen tych dóbr. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dobra konsumpcyjne należą do dóbr podlegających międzynarodowej wymianie handlowej, co powinno hamować wzrost ich cen nawet przy wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych w wytwarzających je przedsiębiorstwach.

Członkowie Rady odnosili się także do niekorzystnej sytuacji sektora finansów publicznych. Wskazywano, że luźna polityka fiskalna poprzez duże emisje skarbowych papierów wartościowych przyczynia się do wzrostu zaangażowania nierezydentów na rynku obligacji. Zwiększa to wrażliwość polskiej gospodarki na ewentualne zawirowania na globalnych rynkach finansowych powodujące odpływ kapitału z gospodarek wschodzących. Część członków Rady oceniała, że w razie braku konsolidacji finansów publicznych koszty finansowania długu publicznego będą rosły, również ze względu na możliwy w takiej sytuacji wzrost oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Zwracali oni przy tym uwagę, że rentowność skarbowych papierów wartościowych w Polsce jest obecnie wyższa niż w niektórych krajach regionu. Inni członkowie Rady byli zdania, że bieżąca nierównowaga fiskalna nie stwarza bezpośredniego ryzyka wzrostu inflacji przy tak niskiej jak obecnie presji inflacyjnej, jednak podzielali opinię, że w dłuższej perspektywie utrzymanie takiej nierównowagi byłoby czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu PKB.

Odnosząc się do kursu złotego, część członków Rady oceniała, że na jego kształtowanie się mogły wpływać oczekiwania odnośnie do przyszłych zmian dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że kurs złotego jest w dużej mierze kształtowany przez inne czynniki niż bieżący i oczekiwany dysparytet stóp procentowych, w tym zwłaszcza przez zmiany nastrojów na globalnych rynkach finansowych.

Rada oceniła, że niska presja inflacyjna w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej oraz niepewność odnośnie do wpływu sytuacji w otoczeniu zewnętrznym na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 maja 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, kształtowania się kursu złotego oraz perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Analizując sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na umacniające się ożywienie w Stanach Zjednoczonych, w tym w szczególności na poprawę sytuacji na rynku pracy oraz odbudowę popytu konsumpcyjnego. Część członków Rady oceniała, że ożywienie w amerykańskiej gospodarce może utrzymać się nawet po wycofaniu bodźców fiskalnych, choć skala poprawy koniunktury może być ograniczana przez nadal utrudniony dostęp do kredytu oraz aprecjację dolara amerykańskiego wobec euro. Jednocześnie wskazywano na stopniowy wzrost aktywności w strefie euro oraz na poprawiającą się koniunkturę w – mającym istotny udział w eksporcie Polski – regionie Europy Środkowo-Wschodniej. W szczególności, zwracano uwagę na pozytywne dane napływające z gospodarki niemieckiej. Część członków Rady podkreślała, że korzystnie na krótkookresowe perspektywy niemieckiego eksportu, a w konsekwencji także eksportu krajów Europy Środkowo-Wschodniej, wpływa szybki wzrost gospodarczy w Chinach. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że narastająca nierównowaga w gospodarce chińskiej, odzwierciedlona we wzroście inflacji w tym kraju, w dłuższym okresie stwarza ryzyko dla wzrostu gospodarczego na świecie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, zwracano uwagę na ryzyka związane z trudną sytuacją finansów publicznych w wielu krajach tego regionu. Część członków Rady argumentowała, że ograniczenie narastania długu publicznego w tych krajach będzie wymagało znaczącej konsolidacji fiskalnej. Jeśli będzie jej towarzyszyć wzrost rynkowych stóp procentowych oraz utrudnienia w dostępie do kredytu, może to ograniczyć wzrost gospodarczy w strefie euro w krótkim i średnim okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na niepewność odnośnie do możliwości przeprowadzenia znaczących działań dostosowawczych w części krajów strefy euro. Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że w średnim okresie zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego strefy euro jest możliwość ograniczenia wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w wyniku wzrostu niepewności, związanego z nierównowagą fiskalną w części krajów tego regionu oraz ograniczaniem wydatków z budżetów publicznych. Zdaniem tych członków Rady jest to ważniejsze zagrożenie dla wzrostu tego regionu niż wzrost długoterminowych stóp procentowych.

Z drugiej strony, część członków Rady wskazywała, że na wzrost gospodarczy w strefie euro korzystnie może oddziaływać obserwowane ostatnio osłabienie kursu euro, zwiększające konkurencyjność cenową eksportu tej gospodarki. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na strukturę eksportu największych gospodarek strefy euro wpływ zmian kursu euro na konkurencyjność tego eksportu jest umiarkowany.

Analizując procesy cenowe na świecie, zwracano uwagę na wzrost inflacji w największych gospodarkach wschodzących. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że presja inflacyjna w największych gospodarkach rozwiniętych, w których wskaźniki inflacji bazowej obniżyły się w kwietniu br. do historycznie niskich poziomów, jest nadal niska. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych w maju br. może przyczynić się do spadku bieżących wskaźników inflacji na świecie. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że spadek cen ropy w ostatnim okresie związany był z aprecjacją dolara amerykańskiego, a zatem jego deflacyjny wpływ będzie ograniczony. Ponadto członkowie ci wskazywali, że obserwowany do kwietnia br. silny wzrost wyrażonych w euro cen surowców może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w strefie euro.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, zwracano uwagę, że utrzymująca się wzrostowa tendencja produkcji przemysłowej, dalszy wzrost wskaźników koniunktury, a także poprawiająca

się sytuacja na rynku pracy wskazują na kontynuację ożywienia gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że niski poziom inwestycji w sektorze przedsiębiorstw może ograniczać przyszłe tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że niski poziom inwestycji jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego.

Dyskutując na temat wpływu żałoby narodowej i powodzi na polską gospodarkę, część członków Rady była zdania, że wpływ tych wydarzeń na wzrost gospodarczy w Polsce będzie niewielki. Inni członkowie Rady oceniali, że żałoba narodowa mogła istotnie wpłynąć na popyt konsumpcyjny, w związku z czym można oczekiwać niskiej dynamiki sprzedaży detalicznej w kwietniu br. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że powódź się jeszcze nie zakończyła, wobec czego istnieje duża niepewność odnośnie do skali jej wpływu na gospodarkę. Członkowie ci zwracali uwagę, że związany z koniecznością usunięcia zniszczeń spowodowanych wzrostem inwestycji, w tym inwestycji publicznych, może oddziaływać w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali na niepewność związaną z wpływem powodzi na kształtowanie się inflacji w Polsce, zwracając uwagę na to, że powódź może oddziaływać w kierunku wzrostu niektórych cen, w tym cen żywności nieprzetworzonej oraz ubezpieczeń.

Omawiając przebieg procesów inflacyjnych, część członków Rady oceniała, że w polskiej gospodarce presja inflacyjna pozostaje obecnie umiarkowana. W szczególności członkowie ci zwracali uwagę na wyraźny spadek wskaźników inflacji bazowej w ostatnich miesiącach, który – poza efektami statystycznymi – wynika w dużej mierze z wcześniejszej aprecjacji kursu złotego oraz obniżenia się presji popytowej i kosztowej. Zdaniem tych członków Rady, czynniki te będą oddziaływać na inflację również w kolejnych miesiącach. Ponadto w opinii tych członków Rady charakterystyczne dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego utrzymywanie się relatywnie niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy oraz stabilne oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych będą sprzyjać kształtowaniu się inflacji na poziomie niezagrażającym realizacji celu inflacyjnego w perspektywie najbliższego roku. Dodatkowo niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w kierunku obniżenia inflacji w Polsce oddziaływać będą także niski poziom akcji kredytowej oraz niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce. Podkreślano, że na utrzymywanie się niskiej inflacji w kolejnych miesiącach wskazuje większość dostępnych prognoz.

Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że kwiecień br. był kolejnym miesiącem wyraźnego wzrostu inflacji w ujęciu miesięcznym, zwracając jednocześnie uwagę, że w efekcie tych wzrostów poziom cen konsumpcyjnych w pierwszych czterech miesiącach br. zwiększył się o 1,6%. Członkowie ci podkreślali, że bilans ryzyk krótkookresowych prognoz sporządzanych w NBP jest asymetryczny i wskazuje na większe ryzyko wyższej inflacji niż wynikałoby to ze ścieżki centralnej. Członkowie ci zwracali także uwagę na obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost cen niektórych towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz na stabilizację udziału Chin w polskim imporcie. Zdaniem tych członków Rady może to wskazywać, że przy wychodzeniu z obecnego spowolnienia wzrostu gospodarczego inflacja nie będzie obniżana przez wzrost udziału w konsumpcji dóbr importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania tak jak to miało miejsce w okresie poprzedniego spowolnienia gospodarczego. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie, wzrost cen regulowanych oraz umacniające się ożywienie w gospodarce będą oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce.

Dyskutując na temat kursu złotego i jego wpływu na inflację, Rada uznała, że obecnie kurs złotego cechuje się dużą zmiennością. W opinii Rady istotnym czynnikiem wpływającym na krótkookresowe zmiany kursu są zmiany nastrojów inwestorów na globalnych rynkach finansowych wynikające w dużym stopniu ze zmieniającej się percepcji ryzyka fiskalnego w Grecji i niektó-

rych innych gospodarkach strefy euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że w dłuższym okresie w związku z konwergencją polskiej gospodarki można oczekiwać aprecjacji kursu złotego, a obecne zaburzenia nie mają trwałego charakteru. Niepewność na rynkach finansowych może jednak mieć wpływ na kurs złotego w krótkim okresie.

Omawiając sytuację na rynku pracy, wskazywano na stopniowy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz spadek stopy bezrobocia (po uwzględnieniu czynników sezonowych) w kwietniu br. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrostowi zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie towarzyszy jak dotąd istotny wzrost presji płacowej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne oraz do Narodowego Funduszu Zdrowia wskazują, że wzrost wynagrodzeń w całej gospodarce może być silniejszy niż w sektorze przedsiębiorstw, a wysoki wzrost dochodu do dyspozycji w IV kw. ub.r. może wskazywać, że szybko rosną także dochody z innych źródeł niż praca. Ponadto członkowie ci oceniali, że rosnąca zdolność przedsiębiorstw do finansowania wydatków może zwiększyć skłonność tych podmiotów do podwyżek wynagrodzeń lub zwiększania zatrudnienia. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że w kwietniu br. drugi miesiąc z rzędu wzrosły w ujęciu rocznym realne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, wskazywano na utrzymujący się spadek wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom, w tym w szczególności kredytów inwestycyjnych, oraz niską dynamikę kredytów dla gospodarstw domowych. Część członków Rady argumentowała, że niski poziom akcji kredytowej w odniesieniu do przedsiębiorstw jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego. Zwracali oni uwagę, że popyt na kredyt może być także ograniczany przez dobrą sytuację płynnościową przedsiębiorstw, na którą wskazuje wzrost wskaźników płynności w I kw. br. do historycznie najwyższego poziomu oraz wysoka dynamika depozytów tych podmiotów. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że dane dotyczące płynności przedsiębiorstw dotyczą relatywnie dużych przedsiębiorstw, a ograniczony dostęp do kredytu wpływa niekorzystnie na perspektywy rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw, który ma większe zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne w postaci kredytu.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady zwracała uwagę, że dobra sytuacja kapitałowa banków umożliwi im zwiększenie podaży kredytu. W opinii tych członków Rady w przypadku ustąpienia zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych, które obecnie ograniczają wzrost podaży kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych poprzez utrudnienia w ich refinansowaniu, może nastąpić szybka ekspansja w tym segmencie rynku kredytowego.

Odnosząc się do polityki fiskalnej, część członków Rady oceniała, że zaostrzenie polityki fiskalnej w krótkim okresie skutkowałoby obniżeniem wzrostu gospodarczego w polskiej gospodarce. Jednak niezbędna jest dalsza konsolidacja sektora finansów publicznych w celu zmniejszenia deficytu tego sektora. Ponadto członkowie ci uznali, że odsunięcie w czasie perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro zmniejszy bodźce do szybkiego przeprowadzenia reform fiskalnych.

Odnosząc się do spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht, część członków Rady zwracała uwagę, że w majowych Raportach o konwergencji Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego kraje z ujemnymi wskaźnikami dwunastomiesięcznej średniej inflacji HICP zostały uwzględnione przy obliczaniu wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen, czego skutkiem był bardzo niski poziom wartości referencyjnej. Zdaniem tych członków Rady uznawanie przez obie instytucje krajów z ujemnymi wskaźnikami dwunastomiesięcznej średniej inflacji HICP za kraje o najbardziej stabilnym poziomie cen może w przyszłości utrudniać spełnianie tego kryterium przez Polskę.

Analizując politykę pieniężną za granicą i w kraju, część członków Rady wskazywała, że banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej kontynuowały w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej, a zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi EBC podniesie stopy procentowe najwcześniej w przyszłym roku. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że zmiana parametrów polityki pieniężnej w Polsce może nastąpić wcześniej niż w gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady oceniała przy tym, że wzrost realnej stopy procentowej ex post (deflowanej wskaźnikiem inflacji CPI) w kwietniu br., wskazuje na wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej.

Rada oceniła, że niepewność dotycząca wpływu sytuacji w otoczeniu zewnętrznym na kształtowanie się wzrostu gospodarczego w Polsce oraz kursu złotego uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Ponadto część członków Rady argumentowała, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce będzie możliwa po zapoznaniu się z czerwcową projekcją inflacji i PKB.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 30 czerwca 2010 r.

Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w polskiej gospodarce, sytuacji gospodarczej w gospodarce światowej, ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro, oraz stanu sektora finansów publicznych.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że ostatnie dane wskazują na stabilizację wzrostu gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że struktura wzrostu gospodarczego w I kw. br., w tym duży udział przyrostu zapasów, może sygnalizować niższą dynamikę PKB w najbliższym okresie. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niekorzystnie na PKB w II kw. br. mogła wpłynąć powódź.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wyrażała opinię, że jego znaczące przyspieszenie jest obecnie mało prawdopodobne. Podkreślali oni, że czynnikiem ograniczającym wzrost PKB w Polsce będzie niska aktywność gospodarcza w strefie euro. Zwracano w szczególności uwagę na zagrożenia dla perspektyw niemieckiego eksportu, a konsekwencji także polskiego, wynikające z narastania nierównowagi makroekonomicznej w Chinach, związanego z szybkim wzrostem gospodarczym w tym kraju. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na konieczność innego spojrzenia na zależność między wzrostem gospodarczym w Europie Zachodniej a dynamiką polskiego eksportu do tego regionu. Podkreślali oni, że trzeba zaakceptować nowe realia, iż Europa Zachodnia będzie rosła w najbliższych latach w tempie 1-1,5% rocznie, co nie powinno jednak przeszkodzić corocznemu wzrostowi polskiego eksportu o 6-10%. Jednocześnie zwracali oni uwagę, że od 2004 r. do rozpoczęcia kryzysu polski eksport rósł w tempie 14-23% rocznie, mimo że wzrost PKB w Europie Zachodniej wynosił wtedy zaledwie 2-2,5% rocznie.

Część członków Rady podkreślała, że większym zagrożeniem dla krajowego wzrostu gospodarczego niż brak wyraźnego ożywienia aktywności w strefie euro, mogłoby być nasilenie się zaburzeń na rynkach finansowych w związku z nierównowagą fiskalną w części krajów Europy Zachodniej oraz ewentualnymi problemami instytucji finansowych z krajów europejskich. Jednakże, zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu dynamiki PKB w Polsce będzie oddziaływać dotychczasowa deprecjacja kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na możliwość szybszej niż się obecnie oczekuje odbudowy popytu krajowego, czemu może sprzyjać dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat inwestycji przedsiębiorstw, wskazywano, że są one obecnie ograniczane przez niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, stosunkowo niskie tempo wzrostu popytu oraz dużą niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i zmian w finansach publicznych. Zdaniem części członków Rady inwestycje przedsiębiorstw mogą się zatem kształtować na niskim poziomie także w najbliższych latach. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost inwestycji przedsiębiorstw w reakcji na ożywienie popytu może być równie szybki, jak ich spadek w okresie kryzysu. W opinii tych członków Rady szybkiemu ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw może sprzyjać ich bardzo dobra sytuacja finansowa, w tym sytuacja płynnościowa.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ograniczenie akcji kredytowej będzie miało niekorzystny wpływ na kształtowanie się inwestycji, w szczególności inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw, których sytuacja finansowa nie jest tak dobra jak sytuacja dużych przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że prawie 2/3 przedsiębiorstw w Polsce nie korzysta z kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji, w związku z tym polityka kredytowa banków nie będzie znacząco ograniczać działalności inwestycyjnej tych podmiotów. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niska obecnie dynamika kredytów dla przedsiębiorstw jest wynikiem niskiego popytu na kredyt, co jest związane z niską aktywnością inwestycyjną i jest charakterystyczne dla wczesnej fazy ożywienia.

Analizując wyniki czerwcowej projekcji PKB z modelu NECMOD, część członków Rady oceniała, że zakładane w projekcji silne przyspieszenie inwestycji publicznych i absorpcji funduszy unijnych w okresie poprzedzającym mistrzostwa Euro 2012 jest mało prawdopodobne. Ze względu na to oraz ze względu na niższą dynamikę wzrostu gospodarczego za granicą, zdaniem tych członków Rady, w 2011 r. można oczekiwać niższej niż w projekcji dynamiki inwestycji i PKB.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych w Polsce, część członków Rady uznała, że obecna faza ożywienia wzrostu gospodarczego ma charakter bezinflacyjny. Zwracano uwagę, że do utrzymania niskiej inflacji w najbliższym okresie przyczyniać się będą ujemna luka popytowa oraz niska dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady oceniała, że w kierunku wzrostu inflacji oddziaływać będzie dotychczasowa deprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wpływ osłabienia kursu złotego na inflację w Polsce może być ograniczany przez duży udział w imporcie handlu wewnątrz-korporacyjnego.

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji w Polsce, część członków Rady oceniała, że ze względu na utrzymujący się niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych i wysokie bezrobocie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego nie zagraża stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego NBP. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że nawet umiarkowane przyspieszenie wzrostu PKB może prowadzić do wzrostu presji popytowej. W wyniku światowego kryzysu gospodarczego prawdopodobnie obniżyło się bowiem tempo wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Członkowie ci podkreślali, że zarówno czerwcową projekcją z modelu NECMOD, jak i inne prognozy sporządzane w NBP wskazują na wzrost inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Zwracali oni uwagę, że zgodnie z wynikami czerwcowej projekcji prawdopodobieństwo tego, że inflacja ukształtuje się powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest dwa razy wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego. Argumentowali oni, że inflacja CPI może kształtować się na wyższym poziomie niż wynikałoby to z centralnej ścieżki projekcji. Złożyć się na to może zarówno szybszy niż w projekcji wzrost cen żywności i energii, jak i wcześniejsze niż wynikałoby z niej nasilenie się presji płacowej w polskiej gospodarce. Wyrażali oni pogląd, że na możliwość szybszego wzrostu cen żywności i energii w horyzoncie najbliższych dwunastu miesięcy niż wynika to z projekcji wskazują prognozy krótkookresowe sporządzane w NBP. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, także w dłuższym horyzoncie ceny su-

rowców energetycznych na świecie, a w konsekwencji ceny energii w Polsce, mogą rosnać szybciej niż oczekuje się w projekcji.

Odnosząc się do wyników czerwcowej projekcji dotyczących kształtowania się wynagrodzeń w gospodarce, część członków Rady wskazywała, że relatywnie niska dynamika płac w kolejnych kwartałach wynika z założenia o niepełnym dostosowaniu zatrudnienia do spadku popytu w okresie spowolnienia gospodarczego (tzw. chomikowanie pracy). Jednocześnie zwracali oni uwagę, że owo „chomikowanie pracy” można przypisać rosnącej specjalizacji przedsiębiorstw skutkującej wzrostem kosztów związanych z rotacją pracowników oraz spadkowi zasobu wykwalifikowanej siły roboczej w wyniku emigracji. Przy takich źródłach tego zjawiska, zdaniem tych członków Rady, może być ono czynnikiem wzmacniającym, inaczej niż w poprzednim okresie wychodzenia ze spowolnienia, presję płacową. Członkowie ci podkreślali, że wyższą niż w projekcji dynamikę wynagrodzeń w gospodarce w nadchodzących kwartałach mogą sygnalizować: przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw na początku II kw. br., wysoka dynamika płac w sektorze publicznym w I kw. br. oraz relatywnie wysoki poziom liczby ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego.

Zdaniem tych członków Rady do szybszego wzrostu wynagrodzeń może przyczynić się także dobra sytuacja finansowa firm, w tym przedsiębiorstw z sektora publicznego, która może zmniejszyć ich odporność na żądania płacowe pracowników. Podobnie mogą działać, z jednej strony, zmiany w regulacjach dotyczących określania płac w sektorze publicznym, zwiększające swobodę ich kształtowania, a z drugiej zaś planowana na koniec 2010 r. podwyżka płacy minimalnej. Członkowie ci oceniali, że obserwowana ostatnio wysoka dynamika płac w górnictwie może wzmacniać żądania płacowe w innych przedsiębiorstwach sektora publicznego. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że czynnikiem ograniczającym wzrost płac w gospodarce będzie nadal relatywnie wysokie bezrobocie.

Część członków Rady argumentowała, że wyższa niż w projekcji może być także dynamika liczby pracujących w gospodarce. Wskazuje na to stopniowo rosnące zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, którego zmiany miały w przeszłości wyprzedzający charakter w stosunku do zmian zatrudnienia w całej gospodarce. Zarówno szybsze niż wynikałoby z projekcji tempo wzrostu płac, jak i wyższa dynamika liczby pracujących, oznaczałyby większą presję na inflację ze strony rynku pracy oraz podwyższałyby dynamikę popytu konsumpcyjnego.

Dyskutując na temat nierównowagi fiskalnej w krajach Europy Zachodniej, zwracano uwagę na dużą niepewność odnośnie do realizacji planów jej ograniczania. Podkreślano, że przeprowadzenie konsolidacji finansów publicznych w części krajów strefy euro jest konieczne, ponieważ jej brak groziłby nasileniem się zaburzeń na rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała, że konsolidacja fiskalna może niekorzystnie wpłynąć na wzrost gospodarczy u partnerów handlowych Polski, a w konsekwencji na polski eksport. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że skutkiem zacieśnienia polityki fiskalnej może być ożywienie popytu prywatnego i przyspieszenie wzrostu gospodarczego w krajach europejskich (tj. mogą wystąpić tzw. nie-keynesowskie skutki zacieśnienia fiskalnego). Natomiast w krajach, w których nie dojdzie do konsolidacji finansów publicznych lub kontynuowana będzie ekspansywna polityka fiskalna, wzrost gospodarczy może się obniżyć w związku z niekorzystnym oddziaływaniem nierównowagi fiskalnej na popyt prywatny. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że wpływ konsolidacji fiskalnej na wzrost gospodarczy będzie w dużym stopniu zależeć od struktury dostosowań fiskalnych (w tym w szczególności od tego, czy deficyt będzie ograniczany głównie przez podwyżki podatków czy redukcje wydatków oraz od tego, jakie wydatki będą zmniejszane). Podkreślali oni także, że wystąpienie ekspansywnych efektów zacieśnienia fiskalnego zależy od wiarygodności polityki ograniczania nierównowagi fiskalnej.

Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że skala planowanego zacieśnienia fiskalnego w krajach Europy Zachodniej nie jest znacząca. Zdaniem tych członków Rady wpływ konsolidacji fi-

skalnej na wzrost gospodarczy będzie więc niewielki. Podkreślali oni, że w warunkach niskich stóp procentowych mało prawdopodobne jest wystąpienie silnych nie-keynesowskich efektów zacieśnienia fiskalnego.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji finansów publicznych w Polsce. Zwracano uwagę, że duża płynność na międzynarodowych rynkach finansowych ułatwia obecnie finansowanie deficytu budżetu państwa, a sytuacja finansów publicznych w Polsce jest dotychczas korzystniejsza niż w wielu krajach europejskich. Część członków Rady wskazywała, że wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym w Polsce będzie się poprawiać relacja deficytu sektora finansów publicznych do PKB, stanowiąca ważny wskaźnik wykorzystywany przez inwestorów przy ocenie ryzyka kredytowego kraju. Większość członków Rady podkreślała jednak, że samo ożywienie gospodarcze nie będzie wystarczające dla ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych w Polsce do niskiego poziomu i niezbędne jest podjęcie działań zmierzających do racjonalizacji wydatków publicznych. Wskazywano, że gdyby doszło do konsolidacji finansów publicznych w pozostałych gospodarkach europejskich, a w Polsce utrzymywałyby się wysoki deficyt sektora finansów publicznych, mogłyby wzrosnąć koszty jego finansowania.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że znaczące ograniczenie nierównowagi finansów publicznych w Polsce jest mało prawdopodobne w najbliższym okresie. Członkowie ci zwracali uwagę, że dotychczas nie przedstawiono projektów aktów prawnych, które pozwalałyby na istotne ograniczenie deficytu budżetu państwa w najbliższych latach. Część członków Rady wskazywała przy tym, że ze względu na przesunięcia części wydatków poza budżet państwa, bieżące dane o wykonaniu budżetu państwa nie pozwalają na ocenę sytuacji całego sektora finansów publicznych. Podkreślano, że przy utrzymywaniu się wysokiego deficytu tego sektora, niezbędne może być prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej.

Analizując politykę pieniężną za granicą i w Polsce, wskazywano, że wobec braku wyraźnego ożywienia wzrostu gospodarczego strefy euro można oczekiwać, iż stopy procentowe w tym regionie będą kształtować się przez dłuższy okres na niskim poziomie. W opinii części członków Rady jest to jeden z czynników, który powinien być brany pod uwagę w decyzjach dotyczących parametrów polityki pieniężnej w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na obserwowane w ostatnich latach różnice w przebiegu cyklu koniunkturalnego w Polsce i strefie euro, dostosowanie parametrów polityki pieniężnej może być potrzebne w Polsce wcześniej niż w strefie euro.

Dyskutując na temat wpływu dysparytetu stóp procentowych na kurs walutowy, część członków Rady wskazywała, że dysparytet ten nie ma obecnie istotnego wpływu na kształtowanie się kursów walut, na co wskazuje podobne kształtowanie się kursów walut gospodarek wschodzących, niezależnie od tego czy rozpoczęły one już proces zacieśniania polityki pieniężnej. Członkowie ci podkreślali, że jeżeli w wielu krajach utrzymywać się będą napięcia w finansach publicznych, to wrażliwość kursu walutowego na zmiany stóp procentowych może pozostać ograniczona.

Dyskutując na temat kształtowania się kursu złotego, część członków Rady zwracała uwagę, że ze względu na proces realnej konwergencji w dłuższym okresie powinna mieć miejsce aprecjacja realnego kursu złotego. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że w ostatnich latach kurs złotego cechował się dużą zmiennością. Zwracano uwagę, że obecnie istotny wpływ na kształtowanie się kursu złotego mają zmiany nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Zdaniem tych członków Rady, wobec prawdopodobnego utrzymywania się wysokiej awersji do ryzyka na rynkach finansowych, w najbliższym okresie kształtowanie się kursu złotego nie będzie czynnikiem ograniczającym inflację w polskiej gospodarce. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że obecne osłabienie złotego może mieć charakter przejściowy.

Dyskutując na temat bieżącego poziomu stóp procentowych w Polsce, oceniono, że niepewność sytuacji w otoczeniu zewnętrznym i jej wpływ na polską gospodarkę, w tym na kształtowanie

się kursu złotego, uzasadnia pozostawienie stóp procentowych NBP na dotychczasowym poziomie.

Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że stopy procentowe w Polsce kształtują się obecnie na poziomie niższym od stopy naturalnej dla polskiej gospodarki. Zdaniem tych członków Rady dalsze ożywienie wzrostu gospodarczego i rosnące ryzyko ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP może przemawiać za podwyżkami stóp procentowych. Natomiast inni członkowie Rady oceniali, że brak wyraźnego ożywienia koniunktury w strefie euro, ograniczona aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw oraz brak ożywienia akcji kredytowej dla tych podmiotów mogą uzasadniać utrzymanie dotychczasowej polityki pieniężnej.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 24 sierpnia 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, sytuacji na rynku pracy i w sektorze finansów publicznych w Polsce i za granicą oraz perspektyw wzrostu PKB w otoczeniu polskiej gospodarki.

Omawiając perspektywy wzrostu PKB w Polsce, część członków Rady oceniała, że napływające dane wskazują na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego. Wskazywali oni, że czynnikiem ograniczającym krajową aktywność gospodarczą może być potencjalne osłabienie wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Członkowie ci zwracali jednocześnie uwagę na nadal słaby popyt inwestycyjny sektora prywatnego. Podkreślano, że w sytuacji oczekiwanej stabilizacji wzrostu gospodarczego na obecnym poziomie większość przedsiębiorców nie planuje inwestycji zwiększających poziom mocy wytwórczych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że planowana zmiana stawek podatku od towarów i usług (VAT) będzie osłabiać wzrost konsumpcji gospodarstw domowych w 2011 r. Członkowie ci zwracali także uwagę, że ograniczająco na wzrost popytu w polskiej gospodarce będzie oddziaływać zaostrzenie polityki kredytowej banków w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych w związku z wejściem w życie rekomendacji T.

Zwracano jednak uwagę na prognozy wskazujące na możliwość wyraźnego przyspieszenia dynamiki PKB w Polsce. Podkreślano, że do wzrostu dynamiki PKB w najbliższych kwartałach będzie przyczyniać się odbudowa zapasów przez przedsiębiorstwa. Rosnące zatrudnienie będzie z kolei oddziaływać w kierunku szybszego niż dotychczas wzrostu konsumpcji prywatnej. W opinii niektórych członków Rady dalszemu ożywieniu aktywności gospodarczej będzie sprzyjał również wzrost eksportu. Członkowie ci argumentowali, że przy obecnym kursie złotego wysoka dynamika eksportu będzie sprzyjała poprawie sytuacji finansowej eksporterów, a poprzez to zwiększaniu zatrudnienia i płac przez te podmioty. Rosnący fundusz płac w sektorze eksporterów będzie z kolei oddziaływał w kierunku wzrostu konsumpcji, co przy obecnym stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych, przekraczającym wieloletnią średnią, może prowadzić do szybkiej odbudowy inwestycji sektora prywatnego.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę, że rosnącemu zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw towarzyszy niska dynamika płac. Wskazywano, że taki charakter poprawy sytuacji na rynku pracy jest korzystny z punktu widzenia przebiegu procesów inflacyjnych, ponieważ ogranicza ryzyko jednoczesnego nasilenia presji popytowej i kosztowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że zarówno dane dotyczące planowanych zmian wynagrodzeń w przedsię-

biorstwach, jak i kształtowania się oczekiwań płacowych, nie wskazują na ryzyko znaczącego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń.

Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że niektóre informacje napływające z rynku pracy wskazują na możliwość nasilenia presji płacowej w kolejnych kwartałach. Zwracano uwagę na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w II kw. br. oraz na możliwość wzrostu dynamiki płac w sektorze publicznym w III kw. br. w związku z podwyżkami wynagrodzeń dla nauczycieli. Wskazywano także na poprawiające się prognozy zatrudnienia w przedsiębiorstwach, w szczególności w mikroprzedsiębiorstwach, które cechuje największa skłonność do ulegania presji płacowej. Jednocześnie część członków twierdziła, że relatywnie wysoki i rosnący poziom oczekiwań płacowych bezrobotnych, wpływający niekorzystnie na skłonność do podejmowania pracy przez te osoby, zwiększa ryzyko nasilenia się presji płacowej w sytuacji dalszego umacniania się wzrostu gospodarczego w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że zniesienie w 2011 r. ograniczeń w dostępie do rynku pracy w Niemczech i Austrii dla obywateli krajów Unii Europejskiej z regionu Europy Środkowo-Wschodniej może wpłynąć na spadek liczby aktywnych zawodowo w polskiej gospodarce, a w konsekwencji przyczynić się do wzrostu presji płacowej

Analizując przebieg procesów inflacyjnych w Polsce, część członków Rady wskazywała, że zgodnie z oczekiwaniami inflacja CPI kształtuje się na stosunkowo niskim poziomie. Członkowie ci zwracali także uwagę na utrzymujący się spadek wszystkich miar inflacji bazowej. Podkreślali oni jednocześnie, że mimo wcześniejszych obaw dotyczących kształtowania się cen żywności na rynku krajowym, w ostatnich miesiącach zmiany tych cen oddziaływały w kierunku spadku inflacji. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że inflacja CPI jest obecnie wyższa niż wskazywała na to część prognoz formułowanych na początku 2010 r.

W odniesieniu do kształtowania się inflacji, część członków Rady podkreślała, że dostępne prognozy wskazują, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja kształtuje się na poziomie bliskim celowi inflacyjnemu NBP. Członkowie ci oceniali, że inflacja będzie ograniczana przez umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego. Zdaniem tych członków Rady czynnikiem osłabiającym wzrost inflacji jest także niska dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, w tym utrzymujący się ich spadek w przemyśle. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle w przeszłości nie była dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym presji inflacyjnej w gospodarce. Od czasu spadku inflacji do niskiego poziomu dynamika ta była dodatnia jedynie u szczytu boomu i w okresie spowolnienia. Oceniali oni, że w sytuacji prawdopodobnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego rosnąca presja popytowa będzie się przyczyniać do wzrostu inflacji. Członkowie ci wskazywali jednocześnie, że w razie wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarczego ryzykiem dla stabilności cen mogłaby być z kolei deprecjacja kursu złotego wynikająca z ewentualnego pogorszenia się sytuacji sektora finansów publicznych.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że na ryzyko przyspieszenia inflacji może wskazywać wyraźny wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu. Wskazywano także na wzrost cen zbóż na rynkach światowych. Część członków Rady twierdziła, że mimo niekorzystnej sytuacji podażowej w niektórych krajach, globalna podaź zbóż nie powinna zostać znacząco zmniejszona, co – przy jednocześnie wysokim poziomie zapasów – powinno ograniczać wzrost tych cen. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że przy utrzymującej się znacznej nadpłynności na światowych rynkach finansowych istnieje ryzyko znacznego wzrostu cen żywności.

Odnosząc się do planowanej na początek 2011 r. zmiany stawek VAT, zwracano uwagę, że związany z tą zmianą wzrost poziomu cen powinien być niewielki, a – przy stabilnych oczekiwaniach inflacyjnych – można oczekiwać jedynie przejściowego jego wpływu na wskaźnik inflacji CPI. Część członków Rady podkreślała jednak, że zmiany stawek VAT mogą przyczynić się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem tych członków Rady, ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyj-

nych jest także zwiększane przez wzrost cen części surowców żywnościowych na rynkach światowych oraz możliwość wzrostu cen administrowanych w związku z potrzebą ograniczania wysokiego deficytu sektora finansów publicznych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że oczekiwania inflacyjne kształtują się obecnie na podwyższonym poziomie.

Omawiając sytuację sektora finansów publicznych w Polsce, część członków Rady wskazywała, że mimo relatywnie korzystnych danych dotyczących wykonania budżetu państwa oraz wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne, istnieje ryzyko istotnie wyższego deficytu całego sektora finansów publicznych w 2010 r. niż wcześniej zakładano. Zdaniem tych członków Rady w kierunku podwyższenia deficytu sektora finansów publicznych może oddziaływać sytuacja budżetowa jednostek samorządu terytorialnego. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność odnośnie do skali wzrostu zadłużenia tych podmiotów w bieżącym roku i oceniali, że ewentualny wzrost deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB nie musi być znaczący.

Analizując średniookresowe czynniki ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji Rada dyskutowała również na temat Wieloletniego Planu Finansowego Państwa. Zwracano uwagę, że przedstawione w nim działania konsolidacyjne są niewystarczające dla istotnego ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych i zahamowania szybkiego narastania długu publicznego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na ryzyko przyjęcia w ustawie budżetowej na 2011 r. wyższego poziomu wydatków w stosunku do zakładanego w Planie. Część członków Rady twierdziła, że kontynuacja luźnej polityki fiskalnej zwiększa ryzyko wzrostu presji inflacyjnej w polskiej gospodarce, w szczególności w przypadku odwrócenia kierunku przepływów kapitału na globalnych rynkach finansowych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w 2011 r. planowane jest zaostrzenie polityki fiskalnej i, choć jego skala nie będzie znacząca, to polityka fiskalna nie będzie zwiększała presji inflacyjnej. Podkreślano, że pełniejsza ocena fiskalnych warunkowań polityki pieniężnej będzie możliwa po zapoznaniu się z projektem budżetu państwa na 2011 r.

Dyskutując na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, wskazywano na obniżenie się wzrostu PKB w II kw. br. w Stanach Zjednoczonych i Chinach oraz na jego przyspieszenie – głównie w wyniku silnego wzrostu aktywności w Niemczech – w strefie euro. Zdaniem części członków Rady, napływające informacje wskazują, że ożywienie w amerykańskiej gospodarce zaczyna słabnąć, co może mieć niekorzystny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarki światowej. Inni członkowie Rady oceniali, że osłabienie dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych jest spójne z oczekiwanym niższym wzrostem produktu potencjalnego największych gospodarek rozwiniętych w okresie po kryzysie finansowym. Na tej podstawie oraz bazując na doświadczeniach poprzednich recesji uznawali oni jednocześnie prawdopodobieństwo ponownego wystąpienia recesji w gospodarce światowej za niewielkie.

Odnosząc się do sytuacji fiskalnej za granicą, niektórzy członkowie Rady argumentowali, że – mimo zmniejszenia się napięć na rynkach finansowych związanych z wysoką nierównowagą finansów publicznych części krajów członkowskich strefy euro – problem nadmiernego zadłużenia nie został rozwiązany. Członkowie ci podkreślali, że nie można obecnie wykluczyć ponownego nasilenia się zaburzeń związanych z wysokim zadłużeniem, co oddziaływałoby niekorzystnie na perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że utrzymywanie się wysokiej nierównowagi finansów publicznych w głównych gospodarkach rozwiniętych może niekorzystnie wpływać na potencjalne tempo wzrostu tych gospodarek.

Na posiedzeniu odnoszono się także do niepewności dotyczącej obecnego tempa wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Część członków Rady oceniała, że tempo wzrostu produktu potencjalnego obniżyło się w wyniku globalnego kryzysu gospodarczego, a także z powodu czynników niezależnych od kryzysu. Inni członkowie twierdzili, że umiarkowany wzrost bezrobocia

w Polsce w okresie spowolnienia gospodarczego oraz nadal rosnąca aktywność zawodowa zmniejszają prawdopodobieństwo spadku dynamiki produktu potencjalnego.

Dyskutując na temat stóp procentowych w kraju i za granicą, część członków Rady wskazywała na kontynuację ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne krajów rozwiniętych. Członkowie ci zwracali uwagę, że w takich warunkach wzrost dysparytetu stóp procentowych związany z ewentualnym podwyższeniem stóp procentowych NBP mógłby sprzyjać nasileniu się napływu kapitału do polskiej gospodarki i zbyt szybkiej aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wpływ wzrostu dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego może być ograniczony. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że kilka banków centralnych z gospodarek rozwiniętych i rozwijających się podwyższało stopy procentowe w ostatnim okresie. Zdaniem tych członków Rady wpływ wzrostu dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego może być także ograniczany przez inne czynniki wpływające na poziom kursu, w tym sytuację sektora finansów publicznych. Wskazywano, że w sytuacji silnego napływu kapitału portfelowego związanego z wysokimi potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa, istotnym czynnikiem ryzyka dla kształtowania się kursu złotego mogą być zmiany nastawienia inwestorów do gospodarek wschodzących.

Na posiedzeniu odnoszono się również do kształtowania się agregatów pieniężnych. Część członków Rady podkreślała, że tempo wzrostu agregatu M3 jest nadal stosunkowo niskie. W szczególności, członkowie ci wskazywali, że brak jest ożywienia akcji kredytowej, a tempo przyrostu kredytu dla przedsiębiorstw ustabilizowało się na niskim poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że dynamika M3 wzrosła w ostatnich miesiącach i jest wyższa niż w okresie wychodzenia z poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Zwracali oni także uwagę na sygnalizowany przez banki wzrost popytu na większość rodzajów kredytów.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że obecne tempo wzrostu PKB, przy możliwości jego przyspieszenia i prawdopodobnie obniżonym wzroście produktu potencjalnego, może sprzyjać wzrostowi presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Członkowie ci podkreślali, że obecny poziom stóp procentowych był dostosowany do warunków silnego spowolnienia wzrostu w gospodarce polskiej i recesji w jej otoczeniu, a w sytuacji umacniającego się ożywienia w Polsce uzasadnione jest podwyższenie stóp procentowych NBP. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, podwyższenie stóp procentowych ograniczałoby ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz sprzyjałoby wzrostowi stopy oszczędności w gospodarce i w efekcie utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w celu zacieśnienia polityki pieniężnej uzasadnione mogłoby być podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się niekorzystne perspektywy wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki oraz na brak wyraźnych sygnałów dalszego przyspieszenia krajowego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że niska obecnie presja inflacyjna i osłabienie czynników oddziałujących w kierunku wzrostu presji inflacyjnej w ostatnim okresie uzasadniają pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Wskazywali oni także, że podwyżka stóp procentowych może zwiększać ryzyko zbyt szybkiej aprecjacji kursu złotego. Niektórzy członkowie argumentowali, że podwyższenie stóp procentowych mogłoby zbyt silnie osłabić ożywienie wzrostu gospodarczego w Polsce.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono także wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 września 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuacji na rynku pracy i w sektorze finansów publicznych, agregatów monetarnych i kredytowych oraz kształtowania się kursu złotego.

Dyskutując na temat uwarunkowań zewnętrznych członkowie Rady wskazywali na utrzymywanie się umiarkowanej aktywności gospodarczej za granicą. Zwracano uwagę, że po silnym wzroście PKB w strefie euro w II kw. 2010 r., najprawdopodobniej nastąpi pewne wyhamowanie tempa ożywienia w tej gospodarce. Wskazywano, że w ostatnim okresie pogorszyły się perspektywy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych, choć oceniono, że ryzyko ponownej recesji w gospodarce amerykańskiej jest niskie. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost gospodarczy za granicą jest w znacznym stopniu związany z programami stymulacyjnymi, a utrzymująca się niepewność dotycząca trwałości ożywienia skłania banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych do kontynuacji ekspansywnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali, że osłabienie dynamiki PKB w gospodarkach rozwiniętych jest spójne z oczekiwanym niższym wzrostem produktu potencjalnego po kryzysie finansowym. Wskazywali oni, że przyczynia się do niego także głęboka nierównowaga fiskalna, w tym nasilana przez nią niepewność odnośnie do wyników decyzji gospodarczych. Za istotny czynnik niepewności dla wzrostu gospodarczego i inflacji w otoczeniu zewnętrznym uznawali oni również skutki ekspansywnej polityki pieniężnej, w tym niestandardowych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne.

Omawiając perspektywy wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce, część członków Rady oceniała, że zarówno dostępne prognozy, jak i napływające dane, w tym dane o PKB w II kw. br. oraz o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w III kw. br., wskazują na utrzymanie się tendencji wzrostowej dynamiki PKB. Członkowie ci oceniali, że oczekiwany w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy, choć niski w porównaniu do okresu sprzed globalnego kryzysu finansowego, będzie relatywnie silny wobec prawdopodobnie obniżonej – ich zdaniem – dynamiki produktu potencjalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że pozytywny wpływ na PKB w Polsce miały pakiety stymulacyjne wprowadzone za granicą, których wpływ obecnie wygasa, i oceniali, że wzrost gospodarczy pozostanie umiarkowany. Członkowie ci wskazywali przy tym na pogorszenie się wskaźników koniunktury przedsiębiorstw.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu konsumpcji zwrócono uwagę na pewne pogorszenie się wskaźników koniunktury konsumenckiej w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała, że było to w dużym stopniu związane z pogorszeniem się oceny ogólnej sytuacji gospodarczej w kraju, a w mniejszym oceny sytuacji finansowej gospodarstw domowych, co oznacza – zdaniem tych członków Rady – że gorsze nastroje konsumentów nie sygnalizują jednoznacznie pogorszenia się perspektyw wzrostu konsumpcji. Zwracali oni uwagę na pozytywny wpływ poprawy sytuacji na rynku pracy na przyszłą dynamikę konsumpcji. Inni członkowie Rady podkreślali, że dobre dane o konsumpcji w II kw. i sprzedaży detalicznej w III kw. mogą być wynikiem przejściowego wzrostu popytu związanego z: wymianą dóbr trwałego użytku na terenach popowodziowych, zwiększonymi zakupami samochodów w związku z zapowiedzianym na koniec 2010 r. zniesieniem odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową oraz przesunięciem części wydatków ze względu na podwyżkę stawek VAT na początku 2011 r.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom wzrostu inwestycji. Wskazywano, że stopień wykorzystania mocy wytwórczych wzrósł po raz kolejny w III kw. br., co w połączeniu z bardzo dobrymi wynikami finansowymi przedsiębiorstw w I połowie 2010 r. powinno sprzyjać ożywieniu aktywności inwestycyjnej. Z kolei utrzymująca się niepewność co do przyszłego popytu może zniechęcać przedsiębiorstwa do rozbudowy potencjału wytwórczego, choć – zdaniem części

członków Rady – relatywne znaczenie tego czynnika raczej będzie się zmniejszać w porównaniu do oddziaływania wzrostu wykorzystania mocy wytwórczych i bardzo dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że szybko rosnąca wielkość przychodów z eksportu może przyczynić się do ożywienia inwestycji w grupie eksporterów. Na możliwość takiego ożywienia wskazują wyniki badań NBP, zgodnie z którymi w II kw. nastąpiło wyhamowanie ujemnej dynamiki inwestycji w tej grupie przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że dane GUS dotyczące aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw nie potwierdzają na razie ożywienia inwestycji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano na wzrost liczby pracujących w gospodarce w II kw. 2010 r. i dalsze stopniowe zwiększanie się zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w III kw. br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że ze względu na ograniczoną skalę zwolnień w latach 2008-2009 liczba pracujących w gospodarce kształtuje się na poziomie zbliżonym do okresu sprzed spowolnienia gospodarczego. Z kolei przeciętne miesięczne przyrosty zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw kształtują się na relatywnie wysokim poziomie, niższym jedynie niż w 2007 r. Część członków Rady zwracała uwagę, że rosnącemu zatrudnieniu towarzyszy zwiększanie się liczby osób aktywnych zawodowo, co ogranicza narastanie napięć na rynku pracy i zwiększanie presji płacowej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że dalszy wzrost podaży pracy będzie prawdopodobnie ograniczany przez czynniki demograficzne powodujące, że liczba osób w wieku produkcyjnym będzie rosła wolniej niż dotychczas. Niektórzy członkowie Rady wskazywali że dodatkowym czynnikiem mogącym negatywnie wpływać na podaż pracy w Polsce będzie zniesienie w maju 2011 r. ograniczeń dla polskich obywateli w dostępie do rynku pracy w Niemczech i Austrii.

Część członków Rady argumentowała, że dotychczasowy wzrost wynagrodzeń był nieduży, a badania koniunktury NBP wskazują, że odsetek przedsiębiorstw planujących wzrost płac pozostaje umiarkowany, co może świadczyć o utrzymywaniu dyscypliny płacowej w sektorze przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że odsetek zatrudnionych, którzy wedle deklaracji przedsiębiorstw mają zostać objęci podwyżkami w IV kw. zbliżył się do wieloletniej średniej. Członkowie ci oceniali, że hamujący wpływ niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy na inflację może zacząć słabnąć, na co wskazuje pierwszy od II kw. 2008 r. wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w II kw. 2010 r. Ponadto – zdaniem tych członków Rady – czynnikiem wzrostu presji płacowej może być podniesienie płacy minimalnej w 2011 r.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji wskazywano, że roczny wskaźnik CPI, a także inflacja bazowa utrzymują się na niskim poziomie, choć już we wrześniu br. można oczekiwać wzrostu wskaźnika CPI w okolice celu inflacyjnego. Zwracano uwagę, że w kierunku wyższej inflacji będą oddziaływać obserwowane w ostatnich miesiącach silne wzrosty cen surowców rolnych na świecie. Równocześnie część członków Rady podkreślała jednak, że dynamika cen żywności w Polsce była niższa niż wcześniej oczekiwano, biorąc pod uwagę zarówno czynniki krajowe (negatywny wpływ powodzi na plony), jak i zewnętrzne (wysoką dynamikę cen żywności na świecie). Niektórzy członkowie Rady twierdzili przy tym, że ze względu na wielkość krajowego rynku rolnego również w przyszłości przełożenie wzrostu cen na rynkach światowych na ceny w Polsce może być ograniczone. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że ze względu na powiązania rynków rolnych w skali międzynarodowej można oczekiwać przyspieszenia dynamiki krajowych cen żywności w najbliższym okresie, a w konsekwencji wyższej niż wcześniej oceniano inflacji. Niektórzy członkowie wskazywali ponadto na silny wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, który może sygnalizować nasilenie presji kosztowej.

Analizując zmiany oczekiwań inflacyjnych wskazywano, że w przypadku gospodarstw domowych obniżyły się one we wrześniu, jednak niektórzy członkowie Rady podkreślali, że oczekiwania te nadal kształtują się powyżej bieżącej inflacji. Zwracano też uwagę, że prognozy analityków sektora finansowego ustabilizowały się natomiast powyżej celu inflacyjnego NBP. Część

członków Rady wskazywała jednocześnie, że stabilizacji prognoz inflacji analityków bankowych towarzyszył wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP. W tym kontekście, argumentowali oni, że brak zacieśnienia polityki pieniężnej może stwarzać ryzyko rewizji w górę tych prognoz. Ich zdaniem w kierunku wzrostu prognoz analityków jak również oczekiwań inflacyjnych (zwłaszcza przedsiębiorstw) może także oddziaływać utrzymujące się ożywienie aktywności gospodarczej i związane z nią narastanie presji kosztowej oraz słabnięcie bariery popytu.

Omawiając sytuację w sektorze finansów publicznych część członków Rady wskazywała, że niektóre działania zapowiedziane w projekcie ustawy budżetowej na 2011 r. mają charakter jednorazowy, co oznacza że nie przyczynią się one do trwałego zahamowania tempa narastania długu publicznego. Inni członkowie podkreślali, że choć skala nierównowagi fiskalnej w Polsce jest duża, to nie odbiega znacząco od średniej w krajach UE. Zdaniem tych członków Rady relatywnie korzystna ocena sytuacji gospodarczej Polski oraz zmniejszenie nowych emisji skarbowych papierów wartościowych przez część krajów charakteryzujących się obecnie największą nierównowagą fiskalną może sprzyjać utrzymaniu wysokiego popytu na polskie papiery skarbowe. Będzie to ułatwiać finansowanie deficytu sektora finansów publicznych, o ile nie nastąpi silne pogorszenie nastawienia inwestorów i odwrócenie kierunku przepływów kapitału na globalnych rynkach finansowych. Odnosząc się do wpływu polityki fiskalnej na inflację część członków Rady argumentowała, że dokonanie zapowiedzianego zamrożenia płac w sferze budżetowej, likwidacji części ulg i zwolnień podatkowych oraz podwyżki stawek VAT będzie w pewnym stopniu ograniczać presję popytową w 2011 r.

Analizując kształtowanie się agregatów monetarnych i kredytowych część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika agregatu M3 jest nadal umiarkowana, podobnie jak dynamika kredytu dla sektora prywatnego, na co składa się z jednej strony stabilny przyrost kredytów dla gospodarstw domowych, a z drugiej strony brak wyraźnego ożywienia akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że w sierpniu 2010 r. nastąpił dalszy wzrost dynamiki M3, a tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych przekracza istotnie dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Część Rady zwracała uwagę, że mimo utrzymywania stóp NBP na niezmiennym poziomie obniżyło się oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że od maja br. stan kredytów dla przedsiębiorstw (po skorygowaniu o wahania kursowe) stopniowo rośnie, a niska dynamika tych kredytów wynika przede wszystkim z ograniczonego popytu firm na kredyt. Na ograniczony wzrost popytu przedsiębiorstw na kredyt wskazują wyniki badań NBP, zgodnie z którymi odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt utrzymuje się na niskim poziomie, przy wyraźnym wzroście udziału wniosków kredytowych zaakceptowanych przez banki.

Odnosząc się do kursu złotego część członków Rady argumentowała, że obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja złotego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia inflacji. Rada dyskutowała ponadto o czynnikach mogących wpływać na kształtowanie się kursu złotego w przyszłości, w tym o poziomie kursu równowagi, roli dysparytetu stóp procentowych, ryzyku zmian nastawienia inwestorów do gospodarek wschodzących oraz nadpłynności na światowych rynkach finansowych. W szczególności część członków Rady zwracała uwagę, że w warunkach kontynuacji ekspansywnej polityki pieniężnej przez banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych ewentualne podwyższenie stóp procentowych NBP mogłoby przyczynić się do zbyt szybkiej aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wpływ dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego może być ograniczany przez inne czynniki wpływające na poziom kursu, w tym przez sytuację sektora finansów publicznych w kraju i za granicą oraz utrzymującą się dużą niepewność na światowych rynkach finansowych.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że wzrost dynamiki PKB w II kw. 2010 r. i możliwość jej przyspieszenia w kolejnych kwartałach w warunkach prawdopodobnie obniżonego wzrostu produktu potencjalnego, w połączeniu z dalszą po-

prawą sytuacją na rynku pracy, mogą – w przypadku braku podniesienia stóp procentowych NBP – sprzyjać narastaniu presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Podobnie jak na sierpniowym posiedzeniu członkowie ci podkreślali ponadto, że obecny poziom stóp procentowych odpowiadał warunkom zawirowań na światowych rynkach finansowych i będącego ich skutkiem silnego spowolnienia wzrostu w polskiej gospodarce. W ich ocenie podwyżka stóp, pomimo ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne na świecie, miałyby charakter dostosowania do ustąpienia tych warunków. Zdaniem tych członków Rady, takie dostosowanie stóp procentowych ograniczałoby także ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych.

Inni członkowie Rady argumentowali, że umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego i towarzysząca mu obecnie ograniczona presja płacowa i inflacyjna wraz z ryzykiem osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Ponadto, podwyżka stóp procentowych NBP, przy jednoczesnym utrzymywaniu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, mogłaby – ich zdaniem – zwiększać ryzyko zbyt szybkiej aprecjacji kursu złotego.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 27 października 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuacji w sektorze finansów publicznych i na rynku pracy, agregatów monetarnych i kredytowych oraz kształtowania się kursu złotego.

Analizując bieżącą sytuację w sferze realnej gospodarki i perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano na szybki wzrost produkcji sprzedanej przemysłu, sprzedaży detalicznej i eksportu. Część członków Rady wskazywała, że dane dotyczące konsumpcji gospodarstw domowych w II kw. br. i sprzedaży detalicznej świadczą o tym, że wzrost gospodarczy, który dotychczas był wzmacniany głównie przez rosnący popyt zewnętrzny, jest w coraz większym stopniu wspierany przez czynniki krajowe. W ich ocenie bieżącego wzrostu konsumpcji nie da się w pełni wyjaśnić czynnikami o charakterze jednorazowym, tj. odtwarzaniem majątku na terenach popowodziowych oraz przesunięciem części zakupów z 2011 r. w związku z oczekiwaną zmianą stawek VAT i zmianami w przepisach dotyczących odliczania VAT od zakupu samochodów. Zdaniem tych członków Rady, w kierunku dalszego wzrostu konsumpcji będzie oddziaływała poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, w tym relatywnie szybki wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Z kolei, umacniająca się konsumpcja prywatna, przy dalszym wysokim wzroście eksportu, może przełożyć się na ożywienie inwestycji przedsiębiorstw, choć ze względu na niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej, w tym sytuacji sektora finansów publicznych, ich dynamika w najbliższych kwartałach może pozostać niska. Członkowie ci podkreślali, że na możliwość ożywienia aktywności inwestycyjnej wskazuje wzrost stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych przedsiębiorstw powyżej wieloletniej średniej oraz ich korzystna sytuacja finansowa i płynnościowa, umożliwiającą im finansowanie inwestycji ze środków własnych. Ponadto w opinii tych członków Rady, w kierunku wzrostu inwestycji w gospodarce w najbliższych kwartałach – poza szybko rosnącymi inwestycjami publicznymi – może oddziaływać także ożywienie na rynku mieszkaniowym, którego symptomy pojawiły się w III kw. 2010 r.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że napływające dane nie potwierdzają jednoznacznie, iż ożywienie aktywności gospodarczej ma trwały charakter. Zwracali oni uwagę, że niektóre prognozy wskazują na możliwość osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w przyszłym roku lub na możliwość jego utrzymania się na stosunkowo niskim poziomie przez najbliższe dwa lata. Podkreślali oni także, że dynamika sprzedaży detalicznej jest obecnie prawdopodobnie podwyższana przez szybki wzrost sprzedaży samochodów i dóbr trwałego użytku, do którego przyczyniają się czynniki o charakterze jednorazowym. Po wygaśnięciu oddziaływania tych czynników – zdaniem tych członków Rady – dynamika wzrostu wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych może się osłabić. Wskazuje na to niska dynamika płac realnych. Członkowie ci zwracali także uwagę, że dynamika inwestycji jest nadal bardzo niska, a w ostatnim okresie pogorszyły się nastroje przedsiębiorstw, w tym ich oczekiwania dotyczące produkcji, popytu i zatrudnienia.

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji w Polsce, omawiano wyniki projekcji inflacji z modelu NECMOD oraz innych prognoz. Wskazywano, że zgodnie z październikową projekcją, w całym jej horyzoncie, prawdopodobieństwo wzrostu inflacji CPI powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, jest wyższe niż prawdopodobieństwo spadku inflacji poniżej celu. Podkreślano, że na taki rozkład tych prawdopodobieństw wskazują również inne prognozy wewnętrzne sporządzone w NBP.

Członkowie Rady zauważali, że w krótkim okresie do wzrostu inflacji przyczyniać się będzie wzrost cen żywności, wywołany wstrząsami podażowymi w kraju i za granicą, zmiany stawek podatków pośrednich oraz wzrost cen administrowanych, przede wszystkim cen energii. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku wyższej inflacji będą także oddziaływać opóźnione efekty silnej deprecjacji złotego w trakcie kryzysu gospodarczego, która mogła nie przełożyć się jeszcze w pełni na ceny konsumpcyjne w Polsce. Zdaniem innych członków Rady czynnikami ograniczającymi inflację będzie obserwowana od kilku miesięcy aprecjacja kursu złotego, niska inflacja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki oraz słaba jeszcze presja popytowa i płacowa, w tym korzystne kształtowanie się relacji między wzrostem wydajności pracy i wzrostem funduszu płac. Część członków Rady oceniała jednak, że biorąc pod uwagę możliwe obniżenie się potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki w wyniku kryzysu finansowego, a także czynników od niego niezależnych obecne tempo wzrostu gospodarczego jest już relatywnie wysokie i nie będzie czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji w Polsce.

Zdaniem części członków Rady, po wygaśnięciu oddziaływania czynników przejściowo zwiększających inflację, może ona – w przypadku braku zaostrzenia polityki pieniężnej – utrzymać się na podwyższonym poziomie ze względu na oczekiwany wzrost krajowej presji popytowej i płacowej, w tym prawdopodobne przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz wzrost inflacji za granicą. Wskazuje na to prognozowany systematyczny wzrost wskaźnika inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii w projekcji z modelu NECMOD. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że presja inflacyjna może być ograniczana przez aprecjację kursu złotego oraz zapowiadane przez rząd zacieśnienie polityki fiskalnej w 2012 r. Zwracali oni też uwagę, że inflacja obniży się w wyniku wygaśnięcia czynników o charakterze podażowym.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat sytuacji sektora finansów publicznych. Część członków Rady zwracała uwagę, że planowana skala zacieśnienia fiskalnego w 2011 r. nie jest wystarczająca do zahamowania narastania długu publicznego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że w związku z ryzykiem niższych od zakładanych dochodów z podatku VAT oraz przychodów z prywatyzacji w 2011 r. skala zacieśnienia fiskalnego, a także obniżenia potrzeb pożyczkowych budżetu państwa może być mniejsza niż założono. Członkowie ci podkreślali również, że przychody, które w 2011 r. mają obniżyć potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, mają charakter jednorazowy i nie będą w następnych latach ograniczały narastania długu publicznego. W celu zahamowania szybkiego narastania długu publicznego niezbędne będzie

więc zwiększenie skali zacieśnienia fiskalnego. Członkowie ci podkreślali także, że prawdopodobny brak zgody na odliczanie kosztów reformy emerytalnej od deficytu sektora finansów publicznych będzie wiązał się z koniecznością silnego zacieśnienia fiskalnego w kolejnych latach w celu spełnienia wymogów Paktu Stabilności i Wzrostu. Zdaniem tych członków Rady silne zacieśnienie fiskalne będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy i presję inflacyjną w Polsce. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na niepewność dotyczącą kształtu polityki fiskalnej po 2011 r. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że ze względu na możliwość wystąpienia tzw. niekeynesowskich skutków zacieśnienia fiskalnego zaostrzenie polityki fiskalnej nie musi w krótkim okresie istotnie ograniczyć dynamiki wzrostu gospodarczego, jeżeli będzie ono oparte głównie na zmniejszaniu wydatków publicznych. Jeżeli natomiast byłoby ono oparte na podwyżkach podatków pośrednich, to działałoby wówczas w kierunku wzrostu inflacji w Polsce w krótkim okresie, zwiększając jednocześnie ryzyko jej utrwalenia się na podwyższonym poziomie.

Dyskutując na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, wskazywano na kontynuację umiarkowanego ożywienia wzrostu w gospodarce światowej, w tym na utrzymywanie się niskiego wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz na stopniowe obniżanie się tempa wzrostu gospodarki chińskiej w wyniku zacieśniania polityki makroekonomicznej w tym kraju. Podkreślano, że istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostają skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadanego jej ograniczania, a także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne. Część członków Rady oceniała, że obniżenie się wzrostu gospodarczego w Chinach poprzez niekorzystny wpływ na perspektywy eksportu Niemiec może przełożyć się na spowolnienie polskiego eksportu. Jednak zdaniem innych członków Rady, zakładając, że nie nasilą się konkurencyjne dewaluacje kursów walutowych i nie nastąpi załamanie w handlu światowym, można oczekiwać utrzymania się szybkiego tempa wzrostu w największych gospodarkach wschodzących, co będzie wspierać relatywnie wysoki popyt na niemiecki, a pośrednio także na polski eksport.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że tempo wzrostu PKB w strefie euro jest obecnie zbliżone do tempa wzrostu gospodarki Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, które w przeszłości rosły szybciej niż strefa euro. Członkowie ci wskazywali, że może to być związane z odmienną reakcją polityki gospodarczej na kryzys finansowy w tych gospodarkach. W szczególności, zwracali oni uwagę, że relatywnie szybkiej poprawie nastrojów przedsiębiorców niemieckich w okresie wychodzenia z recesji mogło sprzyjać niedopuszczenie do wzrostu deficytu do wysokiego poziomu w Niemczech, ograniczające ryzyko wzrostu przyszłych obciążeń podatkowych w tym kraju.

Część członków Rady wskazywała, że – wobec prawdopodobnego wydłużenia okresu utrzymywania niskich stóp procentowych przez główne banki centralne oraz ponownego wprowadzenia poluzowania ilościowego w Stanach Zjednoczonych – ewentualna podwyżka stóp procentowych NBP mogłaby zwiększać ryzyko szybkiego napływu kapitału i nadmiernej aprecjacji złotego.

Zdaniem innych członków Rady ewentualny wzrost dysparytetu stóp procentowych mógłby mieć jedynie ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Członkowie ci zwracali uwagę, że na kurs złotego, podobnie jak na waluty innych gospodarek wschodzących, istotnie wpływają zmiany w percepcji ryzyka przez inwestorów na światowych rynkach finansowych. W związku z tym, ewentualnej aprecjacji złotego najprawdopodobniej towarzyszyłaby także aprecjacja walut innych gospodarek wschodzących, z którymi Polska konkuruje na rynkach międzynarodowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ponowne wprowadzenie poluzowania ilościowego w Stanach Zjednoczonych może także sprzyjać aprecjacji kursu euro względem dolara, co będzie miało korzystny wpływ na kształtowanie się relacji między cenami polskiego eksportu i importu.

Część członków Rady oceniała także, że stabilizacja udziału inwestycji nierezydentów na rynku krajowych papierów skarbowych w październiku br. może sygnalizować pewne wyhamowanie napływu kapitału na ten rynek, co zmniejsza prawdopodobieństwo silnej aprecjacji kursu złotego. Członkowie ci podkreślali jednocześnie, że udział ten kształtuje się obecnie na relatywnie wysokim poziomie, co może zwiększać wrażliwość kursu złotego na zmiany percepcji ryzyka na rynkach światowych.

Niektórzy członkowie Rady odnosili się także do związanych z kryzysem finansowym zmian w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, które mogły wpłynąć na kształtowanie się stopy procentowej równowagi w Polsce. Oceniali oni, że prawdopodobnemu spadkowi potencjalnego wzrostu polskiej gospodarki nie musiał towarzyszyć podobny spadek stopy procentowej równowagi ze względu na możliwe zwiększenie premii za ryzyko lokowania kapitału w gospodarkach wschodzących (obniżenie się poziomu deficytu obrotów bieżących uznawanego przez inwestorów za bezpieczny).

Analizując sytuację na krajowym rynku pracy, zwracano uwagę na utrzymanie się wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przy jednoczesnym wzroście stopy bezrobocia we wrześniu br. (po skorygowaniu o czynniki sezonowe), co mogło być związane z utrzymującym się wzrostem aktywności zawodowej w gospodarce, przyczyniającym się do ograniczania presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przy wychodzeniu z obecnego spowolnienia gospodarczego zatrudnienie zaczęło rosnąć przy wyraźnie niższej dynamice PKB niż w przeszłości, co wraz z rosnącą aktywnością zawodową może wskazywać, że w ostatnich latach na polskim rynku pracy zaszły korzystne zmiany strukturalne. Zwracano uwagę na ustabilizowanie się relacji liczby ofert pracy do liczby bezrobotnych. Jednocześnie wskazywano na niepewność odnośnie do wpływu otwarcia rynku pracy w Niemczech i Austrii w maju 2011 r. na kształtowanie się podaży pracy w Polsce, w szczególności liczby wysoko wykwalifikowanych pracowników. Część członków Rady podkreślała, że przy wysokim odsetku przedsiębiorstw, w których produkcja rosła w ostatnim okresie znacznie szybciej niż zatrudnienie, można oczekiwać dalszego wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Ponadto, oceniali oni, że wysoka dyscyplina płacowa w przedsiębiorstwach w okresie spowolnienia była raczej zaburzeniem niż zmianą strukturalną, które powinno wygasać wraz z poprawą koniunktury. W konsekwencji, w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej można oczekiwać nasilenia się presji płacowej w gospodarce.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat kształtowania się oczekiwań inflacyjnych. Wskazywano, że po wzroście w sierpniu br. w kolejnych miesiącach większość miar oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych obniżyła się i obecnie kształtują się one na poziomie bliskim celowi inflacyjnemu NBP. Zwracano także uwagę na spadek odsetka przedsiębiorstw, które w badaniach koniunktury deklarują podwyżki cen własnych, mimo spodziewanego wzrostu cen surowców. Jednak według niektórych członków Rady na podstawie danych z przeszłości można oceniać, że wywołane tym zawężenie się marż producentów będzie miało niewielki i szybko wygasający wpływ na inflację. Jednocześnie wskazywano, że wzrosły oczekiwania przedsiębiorstw i analityków sektora finansowego dotyczące wzrostu cen w całej gospodarce. Podkreślano, że oczekiwana podwyżka VAT i akcyzy nie doprowadziła do znaczącego pogorszenia się oczekiwań inflacyjnych. Część członków Rady wskazywała jednak na ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych na początku 2011 r., po wejściu w życie zapowiadanych zmian stawek podatków pośrednich.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kształtowania się agregatów monetarnych. Wskazywano na utrzymywanie się relatywnie stabilnej dynamiki podaży pieniądza M3, obniżające się roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych oraz na nadal ujemną, choć stopniowo rosnącą dynamikę roczną kredytów dla przedsiębiorstw³². Podkreślano, że popyt przedsiębiorstw

³² Wielkości oczyszczone z wpływu wahań kursowych.

na kredyt pozostaje niski, a przyrost zadłużenia w sektorze bankowym dotyczy głównie dużych przedsiębiorstw, natomiast nadal brak jest wyraźnego ożywienia akcji kredytowej w odniesieniu do sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Zdaniem części członków Rady obecny umiarkowany wzrost agregatów monetarnych nie wskazuje na ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika M3 nie jest niska w zestawieniu z tempem wzrostu nominalnego PKB. Członkowie ci zwracali szczególną uwagę na kształtowanie się kredytów mieszkaniowych, których przyrost jest znacząco wyższy od przyrostu innych kategorii kredytów dla gospodarstw domowych i dla przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali, że wobec spadku oprocentowania kredytów hipotecznych wskutek obniżania marż przez banki oraz oczekiwanego przez banki wzrostu popytu na te kredyty, można oczekiwać dalszego przyspieszenia dynamiki tych kredytów, która już obecnie przekracza osiągalne tempo wzrostu dochodów do dyspozycji.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady podkreślała, że oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego wspierające poprawę sytuacji na rynku pracy może – w przypadku braku zaostrzenia polityki pieniężnej – prowadzić do stopniowego wzrostu presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Aby ograniczyć ryzyko pojawienia się tej presji, członkowie ci twierdzili, że uzasadniona byłaby podwyżka stóp procentowych NBP. Podwyżka taka byłaby dostosowaniem parametrów polityki pieniężnej do obecnej oceny sytuacji gospodarczej po okresie silnego obniżenia aktywności gospodarczej wywołanego globalnym kryzysem finansowym. Sprzyjałaby ona także zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego NBP.

Zdaniem innych członków Rady nadal umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w Polsce, niska obecnie presja płacowa i popytowa (potwierdzone przez kształtowanie się inflacji bazowej na niskim poziomie) oraz możliwość zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w połączeniu z ryzykiem dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, uzasadniają pozostawienie podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu Rady. Członkowie ci podkreślali także, że wzrost dysparytetu stóp procentowych w połączeniu z aprecjacją kursu mógłby sprzyjać wzrostowi kredytowania w walutach obcych.

Na posiedzeniu Rada rozważała także podwyżkę stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. Część członków Rady zwracała uwagę, że stopa rezerwy obowiązkowej została obniżona w ramach działań antykryzysowych w okresie silnych zaburzeń płynnościowych na rynkach finansowych i wobec wygaśnięcia tych zaburzeń uzasadnione jest podwyższenie tej stopy do poziomu sprzed kryzysu finansowego. Taka decyzja byłaby zarazem sygnałem gotowości Rady do reagowania na nasilenie się presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że podwyżka stopy rezerwy obowiązkowej będzie miała jedynie niewielki wpływ na poziom płynności na krajowym rynku pieniężnym i nie będzie czynnikiem, który mógłby przełożyć się na ograniczenie presji inflacyjnej w gospodarce. Jednocześnie wskazywali, że podwyżka stopy rezerw obowiązkowych nie jest najlepszym sygnałem gotowości Rady do reagowania na nasilenie się presji inflacyjnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. z 3,0% do 3,5%. Wniosek został przyjęty. Decyzja ta ma zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31 grudnia 2010 r. Na posiedzeniu złożono także wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,5 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 23 listopada 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuacji na rynku pracy, agregatów monetarnych i kredytowych oraz kształtowania się kursu złotego.

Rada zwracała uwagę na dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w Polsce, które będzie prawdopodobnie kontynuowane w kolejnych kwartałach. Część członków Rady wskazywała na podwyższenie przez międzynarodowe instytucje prognoz wzrostu PKB na 2011 r. dla Polski. Członkowie ci podkreślali, że wzrost PKB jest w coraz większym stopniu wspierany przez czynniki krajowe, w szczególności przez wzrost spożycia indywidualnego, któremu sprzyja poprawa sytuacji na rynku pracy. Wskazywali oni także na stosunkowo wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, co powinno przełożyć się na ożywienie popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw, zwłaszcza biorąc pod uwagę ich bardzo dobrą sytuację finansową. Utrzymaniu wysokiej – w ich ocenie – dynamiki PKB w kolejnych kwartałach powinny również sprzyjać korzystne perspektywy dla eksportu związane w szczególności z wysoką aktywnością gospodarczą w Niemczech i szybkim wzrostem niemieckiego eksportu. Zdaniem tych członków Rady w 2011 r. nie należy spodziewać się znaczącego ograniczenia popytu ze strony sektora finansów publicznych w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że nadal istnieje ryzyko obniżenia się wzrostu gospodarczego na świecie, a popyt krajowy uzależniony jest od kształtowania się nastrojów konsumenckich, które w listopadzie ponownie nieco się pogorszyły oraz od wielkości inwestycji publicznych, których realizacja może się opóźnić. Zdaniem tych członków Rady przesunięcie inwestycji publicznych oraz ograniczenie innych wydatków sektora finansów publicznych, w połączeniu z możliwym dalszym wzrostem obciążeń podatkowych, będzie również wynikiem koniecznego zacieśnienia polityki fiskalnej w 2011 r., które w krótkim okresie będzie obniżało dynamikę PKB. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że bez istotnego ożywienia kredytu inwestycyjnego nie będzie możliwy wzrost inwestycji przedsiębiorstw.

Omawiając sytuację na rynku pracy część członków Rady podkreślała, że wzrost aktywności zawodowej w gospodarce powoduje, że zwiększaniu się zatrudnienia nie towarzyszy w ostatnich miesiącach spadek stopy bezrobocia, przez co wskaźnik napięć na rynku pracy nie rośnie, a presja płacowa pozostaje ograniczona. Brak wyraźnej presji płacowej potwierdzają – w ich ocenie – również dane o wynagrodzeniach w gospodarce, których dynamika w III kw. 2010 r. była niska. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że dalsze zwiększanie zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w połączeniu z rosnącą liczbą ofert pracy sygnalizują ożywienie na rynku pracy, które może przyczynić się do stopniowego wzrostu presji płacowej. Zdaniem tych członków Rady czynnikiem sprzyjającym przyspieszeniu wzrostu płac mogą być bardzo dobre wyniki finansowe firm, w szczególności kontrolowanych przez państwo przedsiębiorstw sektora surowcowego. Część członków Rady nadal wskazywała, że czynnikiem niepewności dla kształtowania się podaży pracy w Polsce są skutki otwarcia rynków pracy Niemiec i Austrii w maju 2011 r. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że rozwój sytuacji na rynku pracy, w tym wielkość podaży pracy, będzie zależała także od zmian w polityce podatkowej i emerytalnej.

Omawiając kształtowanie się agregatów kredytowych wskazywano, że lekkiemu wyhamowaniu przyrostu kredytu dla gospodarstw domowych (wynikającemu w dużym stopniu ze stopniowego wprowadzania w życie zaleceń Rekomendacji T) towarzyszył dalszy powolny przyrost akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że biorąc pod uwagę wzrost odsetka kredytów zagrożonych, banki nie będą skłonne łagodzić swojej polityki kredytowej. Powinno to ograniczać ryzyko zbyt silnej ekspansji kredytu i wzrostu cen na rynkach aktywów, a także nasilenia się presji inflacyjnej. Zdaniem tych członków Rady na ograniczone ryzyko nadmiernego wzrostu presji inflacyjnej wskazuje również obniżenie się w ostatnim okresie dynamiki agregatów monetarnych. Inni członkowie Rady argumentowali, że mie-

siężne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie (niższym jedynie niż w latach 2007-2008), a kredyt dla przedsiębiorstw od kilku miesięcy systematycznie rośnie. Zdaniem tych członków Rady oczekiwane przyspieszenie dynamiki PKB może sprzyjać przyspieszeniu wzrostu akcji kredytowej – z jednej strony poprzez wzmocnienie popytu sektora prywatnego na kredyt, a z drugiej strony poprzez zachęcenie banków do łagodzenia warunków kredytowania. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek dynamiki podaży pieniądza w październiku wynikał z efektu bazy, będącego rezultatem zwiększonego zapotrzebowania na kredyt krótkoterminowy w październiku 2009 r. związanego z prywatyzacją PGE.

Analizując wzrost inflacji CPI w październiku 2010 r. do 2,8% wskazywano, że wynikał on ze wzrostu dynamiki cen żywności i energii, tj. czynników w znacznym stopniu niezależnych od polityki pieniężnej. Część członków Rady podkreślała przy tym, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymuje się na niskim poziomie, a niektóre prognozy wskazują, że po przejściowym wzroście inflacja CPI obniży się w II połowie 2011 r. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że pozostałe miary inflacji bazowej wzrosły, a w kolejnych miesiącach można oczekiwać także wzrostu inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Członkowie ci argumentowali ponadto, że wzrostu cen żywności i energii nie można uznać za przejściowy. W ich ocenie wynika on bowiem w znacznym stopniu z oddziaływania czynników globalnych (tj. silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych związanego z rosnącym popytem ze strony gospodarek wschodzących). Czynniki te również w przyszłości mogą podtrzymywać wysoką dynamikę cen tych kategorii dóbr.

Rada dyskutowała także na temat oczekiwań inflacyjnych i ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Część członków Rady wskazywała, że oczekiwania inflacyjne w Polsce charakteryzują się znaczną adaptacyjnością, a więc wraz ze wzrostem bieżącej inflacji będą one rosły, zwiększając ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Do podwyższenia oczekiwań może się również przyczynić wzrost cen dóbr często kupowanych, a także podwyżka większości stawek VAT w 2011 r. Inni członkowie Rady oceniali, że ryzyko przełożenia wzrostu oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac jest nieduże ze względu na niewielkie znaczenie związków zawodowych w polskiej gospodarce. Podkreślali oni również, że dynamika jednostkowych kosztów pracy jest nadal niska, co oznacza, że ze względu na rosnącą wydajność pracy ewentualne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń będzie miało ograniczony wpływ na inflację.

Analizując wpływ uwarunkowań zewnętrznych na kształtowanie się perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę na stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy na świecie, w tym na dalsze ożywienie w krajach rozwiniętych oraz wysoką dynamikę PKB w krajach rozwijających się. Zdaniem tych członków Rady wzrost aktywności w gospodarce światowej będzie sprzyjał przyspieszeniu wzrostu PKB w Polsce oraz utrzymaniu wysokiej dynamiki cen surowców na rynkach światowych w najbliższych latach – przekładając się na wzrost krajowej presji inflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w szczególności relatywnie korzystną sytuację w Niemczech, co poprzez pozytywny wpływ na polski eksport i wzrost PKB również może prowadzić do stopniowego narastania presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali, że aktywność w gospodarce niemieckiej jest w znacznym stopniu uzależniona od wzrostu PKB w Chinach, które obecnie zaostrzają politykę makroekonomiczną, co będzie oddziaływać w kierunku obniżania ich wzrostu gospodarczego. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostaje trudna sytuacja fiskalna części krajów strefy euro oraz skutki dalszej ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej w Stanach Zjednoczonych, a także napięcia między rządami największych gospodarek na świecie dotyczące polityki kursowej.

Omawiając zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki mogące mieć wpływ na kształtowanie się kursu złotego zwracano uwagę, z jednej strony, na decyzję Fed o zwiększeniu

skali ekspansji monetarnej oraz, z drugiej strony, na pogłębienie się problemów budżetowych w Irlandii. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że reakcja rynków finansowych na oba wydarzenia była słabsza niż na podobne wcześniejsze wydarzenia. Może to wskazywać, że ewentualne dalsze zaburzenia związane z sytuacją w niektórych krajach strefy euro będą miały ograniczony wpływ na nastroje na globalnych rynkach finansowych. Część członków Rady argumentowała równocześnie, że na kształtowanie się kursu złotego mogą mieć wpływ nie tylko czynniki zewnętrzne, ale także krajowe, w szczególności wielkość emisji skarbowych papierów wartościowych. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że wyhamowanie napływu inwestycji portfelowych do Polski w ostatnim okresie mogło być związane ze zmniejszeniem nowych emisji obligacji, wynikającym z zaspokojenia potrzeb pożyczkowych państwa na 2010 r.

Odnosząc się do wpływu krajowej polityki pieniężnej na kurs złotego w warunkach wydłużenia okresu ekspansji monetarnej przez główne banki centralne, część członków Rady podkreślała, że znaczenie ewentualnego wzrostu dysparytetu stóp procentowych mogłoby być ograniczone ze względu na zwiększenie się – w wyniku kryzysu – roli zmian globalnej awersji do ryzyka dla kształtowania się kursu walutowego. Zdaniem tych członków Rady mniejsza obecnie wrażliwość kursu na zmiany dysparytetu przemawia za jak najszybszym zaostrzeniem polityki pieniężnej w Polsce. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że możliwej aprecjacji złotego najprawdopodobniej towarzyszyłaby także aprecjacja walut innych gospodarek wschodzących. Wskazywali oni, że ryzyko silniejszej aprecjacji złotego niż walut innych gospodarek wschodzących jest ograniczane przez duży deficyt w finansach publicznych w Polsce. Inni członkowie Rady podkreślali, że kształtowanie się kursu złotego jest ważnym czynnikiem wpływającym – wraz z poziomem stóp procentowych – na łączną restrykcyjność warunków monetarnych i dlatego powinno być uwzględniane w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Podczas posiedzenia członkowie Rady dyskutowali także na temat ewentualnych zmian potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Część członków Rady podkreślała, że niezależnie od zmian potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego w kierunku wzrostu stopy procentowej równowagi oddziałuje, z jednej strony, spadek deficytu obrotów bieżących uznawanego przez uczestników rynków finansowych za bezpieczny, a z drugiej strony, wzrost deficytu w finansach publicznych. Inni członkowie Rady wskazywali, że w kierunku spadku stopy procentowej równowagi oddziałuje duża skala płynności na światowych rynkach finansowych.

Rada dyskutowała również na temat bilansu kosztów, odpowiednio, zbyt późnego i zbyt wczesnego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady uznała, że ryzyko zwiększenia się presji płacowej i inflacyjnej związanej z przyspieszającą dynamiką PKB wraz z ryzykiem wzrostu oczekiwań inflacyjnych przemawia za podwyższeniem stóp procentowych NBP. W ich ocenie podwyższenie stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. mogłoby być jednorazowym dostosowaniem parametrów polityki pieniężnej do obecnej sytuacji gospodarczej, po okresie silnego obniżenia aktywności gospodarczej wywołanego globalnym kryzysem finansowym. Z kolei podwyższenie stóp o 0,25 pkt. proc. mogłoby być rozpoczęciem cyklu stopniowego zacieśnienia polityki pieniężnej, którego skala i tempo byłyby uzależnione od kształtowania się koniunktury w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady uznała, że brak wyraźnej presji płacowej i inflacyjnej, nadal słaba presja popytowa oraz ograniczona skala akcji kredytowej uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie w listopadzie. Za utrzymaniem stóp na dotychczasowym poziomie przemawia także – zdaniem tych członków Rady – utrzymujące się ryzyko nadmiernej aprecjacji złotego związane z silną ekspansją monetarną w największych gospodarkach rozwiniętych, a także niepewność dotycząca rozwoju koniunktury gospodarczej za granicą.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono także wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 22 grudnia 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego i inflacji oraz sytuacji sektora finansów publicznych w Polsce.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, wskazywano na kontynuację ożywienia w gospodarce światowej, przy nieznacznym przyspieszeniu wzrostu PKB w III kw. 2010 r. w Stanach Zjednoczonych i jego obniżeniu w strefie euro. Zwracano jednak równocześnie uwagę na utrzymujące się zróżnicowanie sytuacji gospodarczej krajów Unii Europejskiej, a w szczególności na korzystną koniunkturę w Niemczech, Wielkiej Brytanii i Francji, będących największymi odbiorcami polskiego eksportu, której towarzyszy pogłębianie się problemów w peryferyjnych krajach UE. Część członków Rady podkreślała, że korzystna koniunktura u najważniejszych partnerów handlowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej przekłada się na podwyższenie prognoz wzrostu gospodarczego dla tych krajów, w tym dla Polski.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że napięcia związane z głęboką nierównowagą fiskalną stopniowo rozszerzają się na kolejne kraje i w przyszłości mogą dotknąć duże gospodarki rozwinięte. W tym kontekście wskazywano, że należy liczyć się z możliwością pojawiania się kolejnych zaburzeń na rynkach finansowych, co może ograniczać skalę napływu kapitału do krajów wschodzących, w tym do Polski. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że konieczne ograniczenie skali nierównowagi fiskalnej w krajach strefy euro w krótkim okresie będzie działało w kierunku obniżenia dynamiki ich PKB. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na możliwość wystąpienia efektów nie-keynesowskich w warunkach planowanego zacieśnienia fiskalnego w krajach strefy euro.

Część członków Rady wskazywała, że ekspansywna polityka pieniężna, w tym niestandardowe działania podejmowane przez główne banki centralne, w połączeniu z poprawą nastrojów na rynkach finansowych, przyczyniają się do silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, wzmacniając tendencje długookresowe. Nasila to presję kosztową, a w efekcie również inflacyjną w gospodarkach wschodzących, co jest widoczne w wysokiej dynamice PPI w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce. W dłuższej perspektywie ekspansywna polityka pieniężna i długookresowe tendencje wzrostowe cen surowców mogą doprowadzić do wzrostu inflacji także w gospodarkach rozwiniętych. Członkowie ci argumentowali, że krajowa polityka pieniężna powinna uwzględniać te uwarunkowania. W szczególności powinna brać pod uwagę, że rosnący popyt na surowce ze strony krajów rozwijających się będzie sprzyjał dalszym wzrostom ich cen także w perspektywie średnio- i długookresowej. Inni członkowie Rady argumentowali, że wzrost cen światowych jest czynnikiem niezależnym od polityki pieniężnej prowadzonej przez banki centralne krajów będących małymi gospodarkami otwartymi.

Członkowie Rady wskazywali na stopniowe przyspieszanie wzrostu gospodarczego w Polsce, który w III kw. okazał się wyższy od oczekiwań. Część członków Rady oceniała jednak, że w kolejnych kwartałach jego tempo najprawdopodobniej nie zwiększy się znacząco, na co wskazuje brak wyraźnej poprawy wyprzedzających wskaźników koniunktury. Ograniczająco na wzrost

PKB może także wpływać zapowiadane zacieśnienie polityki fiskalnej. Członkowie ci podkreślali, że utrzymuje się niepewność dotycząca trwałości przyspieszenia wzrostu PKB, związana z możliwym osłabieniem dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych na początku 2011 r., po wygaśnięciu czynników, które przejściowo ją wzmocniły. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że osłabieniu dynamiki konsumpcji będzie przeciwdziałać dalsza stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym rosnące zatrudnienie, co będzie wpływało korzystnie na nastroje konsumentów.

Wśród czynników zwiększających niepewność dotyczącą trwałości przyspieszenia wzrostu gospodarczego część członków Rady wymieniała dotychczasowy brak ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Wskazywali oni, że aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw może ograniczać niepewność związana z sytuacją w otoczeniu polskiej gospodarki, ograniczona akcja kredytowa, stosunkowo wysokie obciążenia fiskalne i przeszkody administracyjno-prawne. Jednak inni członkowie Rady zwracali uwagę, że stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce systematycznie rośnie i obecnie kształtuje się nieco powyżej poziomu wieloletniej średniej, co powinno sprzyjać ożywieniu popytu inwestycyjnego. W kierunku wzrostu inwestycji może również oddziaływać dobra sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw, zwłaszcza dużych, które inwestują więcej niż małe i średnie firmy.

Dyskutując na temat inflacji, część członków Rady podkreślała, że choć w listopadzie inflacja CPI nieco się obniżyła, to nadal kształtuje się powyżej celu inflacyjnego 2,5%. Ponadto w kolejnych miesiącach, ze względu na wzrost większości stawek VAT oraz podwyżki cen energii, można oczekiwać wzrostu wskaźnika inflacji. Analizując ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie, członkowie ci wskazywali, że zwiększa je stopniowo rosnące tempo wzrostu PKB, które – ich zdaniem – może utrzymać się w kolejnych kwartałach powyżej tempa wzrostu produktu potencjalnego. W ocenie tych członków Rady, czynnikiem, który z jednej strony wzmacnia popyt, a z drugiej strony może osłabiać dynamikę produktu potencjalnego jest kształtowanie się kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że utrwaleniu się wyższej inflacji może sprzyjać adaptacyjny charakter oczekiwań inflacyjnych. Inni członkowie Rady argumentowali, że dotychczas wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z oddziaływania czynników podażowych, w znacznym stopniu niezależnych od polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków Rady na brak wyraźnej presji popytowej wskazuje wciąż niski i stabilny poziom inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Członkowie ci podkreślali również, że umiarkowana skala oczekiwanego wzrostu inflacji w kolejnych kwartałach będzie zmniejszała ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy część członków Rady zwracała uwagę, że utrzymywanie się niskiej dynamiki płac i relatywnie wysokiej stopy bezrobocia – wynikające m.in. ze wzrostu aktywności zawodowej – będą ograniczały wzrost presji płacowej, a w konsekwencji także inflacyjnej. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że zgodnie z wynikami badań NBP znacząco obniżył się odsetek zatrudnionych, którzy mają być objęci podwyżkami płac w I kw. 2011 r. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na rosnący udział wśród bezrobotnych osób pozostających długotrwale bez pracy wysoki poziom stopy bezrobocia będzie w coraz mniejszym stopniu hamować wzrost płac.

Niektórzy członkowie Rady nadal podkreślali ponadto, że istotnym czynnikiem niepewności w odniesieniu do wielkości podaży pracy, pozostaje wpływ otwarcia rynku pracy Niemiec i Austrii dla polskich obywateli w połowie 2011 r. Inni członkowie Rady wskazywali, że wraz ze zmniejszaniem się różnicy w zarobkach oferowanych w kraju i za granicą bodźce do emigracji zarobkowej słabną i w związku z tym otwarcie niemieckiego i austriackiego rynku pracy nie powinno skutkować znaczącym odpływem siły roboczej z Polski, a raczej zalegalizowaniem zatrudnienia Polaków już obecnie pracujących w Niemczech i Austrii.

Dyskutując na temat akcji kredytowej, część członków Rady zwracała uwagę, że miesięczne przyrosty kredytów na cele mieszkaniowe dla gospodarstw domowych są zbliżone do obserwowanych w okresie boomu kredytowego w latach 2007-2008, a roczna dynamika tych kredytów wyraźnie przekracza tempo wzrostu dochodów do dyspozycji możliwe do osiągnięcia bez ryzyka wzrostu inflacji. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, przyspieszenie wzrostu gospodarczego zwiększa ryzyko nadmiernego wzrostu akcji kredytowej w przyszłości, gdyż z jednej strony sprzyja łagodzeniu warunków kredytowania przez banki, a z drugiej strony powoduje zwiększenie popytu sektora prywatnego na kredyt. Inni członkowie Rady podkreślali, że przyrost kredytów dla przedsiębiorstw jest nadal bardzo ograniczony, a istotny wzrost udziału kredytów zagrożonych w portfelach banków może skłonić je do zwiększenia restrykcyjności polityki kredytowej, co będzie przeciwdziało ożywieniu akcji kredytowej. Wskazywano przy tym na duże znaczenie dla skuteczności krajowej polityki pieniężnej kwestii dostępności kredytów walutowych dla gospodarstw domowych.

Analizując sytuację sektora finansów publicznych, część członków Rady zwracała uwagę, że skala planowanego zacieśnienia fiskalnego w Polsce w latach 2011-2012 jest mniejsza niż w innych krajach europejskich, charakteryzujących się podobnym poziomem deficytu sektora finansów publicznych. Zdaniem tych członków Rady, w warunkach wysokich potrzeb pożyczkowych wielu krajów może to niekorzystnie oddziaływać na możliwość pozyskiwania przez Polskę środków na sfinansowanie długu publicznego od inwestorów zagranicznych. Inni członkowie Rady oceniali, że skala zacieśnienia fiskalnego w Polsce w 2011 r. nie będzie mniejsza niż w większości krajów europejskich. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obok niewielkiej skali ograniczenia nierównowagi fiskalnej w Polsce, także ewentualna zmiana zasad dotyczących podziału składek emerytalnych między część repartycyjną i kapitałową systemu emerytalnego może przyczynić się do spadku zaufania inwestorów zwiększając w efekcie skalę wahań kursu złotego i cen instrumentów finansowych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wprowadzenie zmian do systemu emerytalnego może zwiększyć wiarygodność polskiej gospodarki.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych w polskiej gospodarce, część członków Rady wskazywała, że ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie, które zwiększa się wraz ze stopniowym przyspieszaniem wzrostu gospodarczego, wymaga rozpoczęcia cyklu stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci argumentowali ponadto, że podwyżka stóp procentowych wyprzedzająca oczekiwany wzrost inflacji sprzyjałaby stabilizacji oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mniejsza niż w przeszłości wrażliwość kursu złotego na dysparytet stóp procentowych zwiększa koszty ewentualnej zbyt późnej reakcji banku centralnego na presję inflacyjną.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że presja płacowa i popytowa pozostaje obecnie ograniczona, nadal brak jest ożywienia akcji kredytowej, a dotychczasowy i oczekiwany w krótkim okresie wzrost inflacji wynika przede wszystkim z czynników niezależnych od polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków Rady argumenty te uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie niektórzy z tych członków Rady podkreślali, że wzrost aktywności gospodarczej zwiększający ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie może wymagać zacieśniania polityki pieniężnej w nieodległej perspektywie, jednak rozpoczęcie stopniowego podwyższania stóp procentowych NBP powinno nastąpić po pewnej poprawie nastrojów na rynkach finansowych.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Załącznik 6

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2010 r.

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2010 r.

- **Data:** 16 marca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/RPP/2010 w sprawie stanowiska Rady Polityki Pieniężnej dotyczącego udziału Polski w czasowym podwyższeniu zasobów Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:	A. Bratkowski
	E. Chojna-Duch		J. Hausner
	Z. Gilowska		A. Rzońca
	A. Glapiński		J. Winiecki
	A. Kaźmierczak		A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 30 marca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2010 zmieniająca uchwałę w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Bratkowski	Przeciw:	S. Skrzypek
	E. Chojna-Duch		Z. Gilowska
	J. Hausner		A. Glapiński
	A. Rzońca		A. Kaźmierczak
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 20 kwietnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2010 zmieniająca uchwałę w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Bratkowski	Przeciw:	P. Wiesiołek
	E. Chojna-Duch		Z. Gilowska
	J. Hausner		A. Glapiński
	A. Rzońca		A. Kaźmierczak
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 20 kwietnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Stanowisko Rady Polityki Pieniężnej dotyczące sposobu interpretacji przez Zarząd Narodowego Banku Polskiego uchwały RPP nr 9/2006 z 19.12.2006 r. w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Bratkowski	Przeciw:	P. Wiesiołek
	E. Chojna-Duch		Z. Gilowska
	J. Hausner		A. Glapiński
	A. Rzońca		A. Kaźmierczak
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 27 kwietnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2010 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2009 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	P. Wiesiołek	Przeciw:	A. Bratkowski
	E. Chojna-Duch		J. Hausner
	Z. Gilowska		A. Rzońca
	A. Glapiński		J. Winiecki
	A. Kaźmierczak		A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 28 kwietnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/RPP/2010 w sprawie stanowiska Rady Polityki Pieniężnej dotyczącego Elastycznej Linii Kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Bratkowski	Przeciw:	P. Wiesiołek
	E. Chojna-Duch		Z. Gilowska
	J. Hausner		A. Glapiński
	A. Rzońca		A. Kaźmierczak
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 18 maja 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2010 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2009.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	P. Wiesiołek	Przeciw:	
	E. Chojna-Duch		
	Z. Gilowska		
	A. Glapiński		
	J. Hausner		
	A. Kaźmierczak		

A. Bratkowski, A. Rzońca i J. Winiecki nie uczestniczyli w głosowaniu.
A. Zielińska-Głębocka była nieobecna na posiedzeniu.

- **Data:** 18 maja 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2010 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2009.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	P. Wiesiołek	Przeciw:	
	E. Chojna-Duch		
	Z. Gilowska		
	A. Glapiński		
	J. Hausner		
	A. Kaźmierczak		

A. Bratkowski, A. Rzońca i J. Winiecki nie uczestniczyli w głosowaniu.
A. Zielińska-Głębocka była nieobecna na posiedzeniu.

- **Data:** 24 maja 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2010 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2009 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	P. Wiesiołek	Przeciw:	J. Hausner
	E. Chojna-Duch		A. Rzońca
	Z. Gilowska		J. Winiecki
	A. Glapiński		A. Zielińska-Głębocka
	A. Kaźmierczak		

- **Data:** 30 czerwca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o utrzymanie dotychczasowego sformułowania w komunikacie odnoszącego się do nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej, czyli zachowania następującego zapisu: „Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego za zbliżone”.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	E. Chojna-Duch	Przeciw:	M. Belka
	Z. Gilowska		A. Bratkowski
	A. Glapiński		J. Hausner
	A. Kaźmierczak		A. Rzońca
			J. Winiecki
			A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 30 czerwca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne, zgodnie z propozycją zapisu: „Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej celu inflacyjnego”.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
J. Hausner
A. Rzońca

Przeciw: M. Belka
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 30 czerwca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Propozycja korekty fragmentu dotyczącego nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej i zamieszczenia w komunikacie zapisu o następującym brzmieniu: „Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za rosnące”.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Rzońca

Przeciw: M. Belka
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 30 czerwca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Propozycja dotycząca zastąpienia w komunikacie dotychczasowego zapisu zawierającego ocenę prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego, zdaniem o następującym brzmieniu: „Rada przeprowadziła dyskusję nad czynnikami, które w średnim okresie mogą wzmacniać presję inflacyjną”.

Decyzja RPP:

Wniosek został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca

- **Data:** 23 sierpnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/DOR/2010 w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2010, 2011 i 2012.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	E. Chojna-Duch
	A. Bratkowski		A. Rzońca
	Z. Gilowska		J. Winiecki
	A. Glapiński		A. Zielińska-Głębocka
	J. Hausner		
	A. Kaźmierczak		

- **Data:** 24 sierpnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej banków z 3% do 3,5%.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	Z. Gilowska	Przeciw:	M. Belka
	A. Glapiński		A. Bratkowski
	A. Kaźmierczak		E. Chojna-Duch
			J. Hausner
			A. Rzońca
			J. Winiecki
			A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 24 sierpnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Bratkowski	Przeciw:	M. Belka
	Z. Gilowska		E. Chojna-Duch
	A. Glapiński		J. Hausner
	A. Rzońca		A. Kaźmierczak
			J. Winiecki
			A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 28 września 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2010 w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:
	A. Bratkowski	
	E. Chojna-Duch	
	Z. Gilowska	
	A. Glapiński	
	J. Hausner	
	A. Kaźmierczak	
	A. Rzońca	
	J. Winiecki	
	A. Zielińska-Głębocka	

- **Data:** 29 września 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2010 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2011.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	Z. Gilowska
	A. Bratkowski		A. Glapiński
	E. Chojna-Duch		A. Kaźmierczak
	J. Hausner		
	A. Rzońca		
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 29 września 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Bratkowski	Przeciw:	M. Belka
	J. Hausner		E. Chojna-Duch
	A. Rzońca		Z. Gilowska
	J. Winiecki		A. Glapiński
	A. Zielińska-Głębocka		A. Kaźmierczak

- **Data:** 27 października 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Bratkowski	Przeciw:	M. Belka
	J. Hausner		E. Chojna-Duch
	A. Rzońca		Z. Gilowska
	J. Winiecki		A. Glapiński
	A. Zielińska-Głębocka		A. Kaźmierczak

- **Data:** 27 października 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2010 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków i wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy rezerwy obowiązkowej banków z 3,0% do 3,5%.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	A. Bratkowski
	E. Chojna-Duch		J. Hausner
	Z. Gilowska		A. Rzońca
	A. Glapiński		J. Winiecki
	A. Kaźmierczak		A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 17 listopada 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 10/2010 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2011.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	
	A. Bratkowski		
	E. Chojna-Duch		
	Z. Gilowska		
	A. Glapiński		
	J. Hausner		
	A. Kaźmierczak		
	A. Rzońca		
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

- **Data:** 23 listopada 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

- **Data:** 23 listopada 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

- **Data:** 14 grudnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 11/2010 zmieniająca uchwałę nr 16/2003 z dn. 16 grudnia 2003 r. w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat NBP.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

- **Data:** 14 grudnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 12/2010 w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
A. Zielińska-Głębocka
Przeciw:
J. Winiecki nie brał udziału w głosowaniu.

- **Data:** 22 grudnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka
Przeciw: M. Belka
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak
J. Hausner był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 22 grudnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 13/2010 zmieniająca uchwałę w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w NBP.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

J. Hausner był nieobecny na posiedzeniu.

Przeciw: