



MONITOR POLSKI

DZIENNIK URZĘDOWY RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

Warszawa, dnia 25 maja 2012 r.

Poz. 339

UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

z dnia 8 maja 2012 r.

w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2011

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⁾) uchwala się, co następuje:

- § 1. Przyjmuje się sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2011, 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 i Nr 117, poz. 676.

Załącznik do uchwały Rady Polityki Pieniężnej
z dnia 8 maja 2012 r. (poz. 339)

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2011

Warszawa, maj 2012

SPIS TREŚCI

| | |
|---|-----------|
| 1. Strategia polityki pieniężnej w 2011 r. | 5 |
| 2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2011 r. | 9 |
| 2.1. Uwarunkowania makroekonomiczne polityki pieniężnej NBP w 2011 r. | 9 |
| 2.2. Polityka pieniężna w 2011 r. | 16 |
| 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2011 r. | 25 |
| Załącznik 1. PKB i popyt krajowy | 33 |
| Załącznik 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych | 37 |
| Załącznik 3. Bilans płatniczy | 41 |
| Załącznik 4. Pieniądz i kredyt. | 45 |
| Załącznik 5. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2011 r. | 49 |
| Załącznik 6. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2011 r. | 79 |

Przedkładając *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 prezentuje 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.

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.

Przy ocenie polityki pieniężnej *ex post* należy brać pod uwagę jej uwarunkowania, w tym przede wszystkim, iż decyzje władz monetarnych wpływają na gospodarkę ze znacznym opóźnieniem, a najsilniejszy ich wpływ obserwowany jest po upływie kilku kwartałów. Równocześnie 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.

Rozdział 1

STRATEGIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2011 R.

W 2011 r. Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą”, realizowała *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011* przyjęte 29 września 2010 r. W *Założeniach* tych w następujący sposób przedstawiono główne elementy realizowanej w 2011 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, stanowi, 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 decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, w tym dotyczące inwestycji i oszczędzania. Zapewnienie tak rozumianej stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się swoimi decyzjami do osiągania wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Realizując zadanie utrzymania stabilności cen banki centralne reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada od 1998 r. opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Począwszy od 2004 r. Rada przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5%, z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. Rada 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. Globalny kryzys finansowy pokazał, że dla zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie w polityce pieniężnej większą niż dotychczas rolę powinny odgrywać czynniki związane ze stabilnością systemu finansowego. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia prowadzenie takiej polityki, stanowiąc wsparcie dla polityki regulacyjnej i nadzorczej wobec sektora finansowego.

W *Założeniach* Rada w znacznym stopniu podtrzymała wcześniejsze zasady prowadzenia polityki pieniężnej oraz sposób rozumienia strategii celu inflacyjnego:

- 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”), w tym zharmonizowanym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych - HICP. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej, które ułatwiają odróżnianie przejściowych zmian wskaźnika inflacji od bardziej trwałych zmian presji inflacyjnej.

- Po drugie, polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie ma umożliwić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, dzięki któremu bank centralny może rzadziej reagować zmianami parametrów polityki pieniężnej na ewentualne wstrząsy mające wpływ na poziom inflacji w danym okresie. W efekcie może się również zmniejszyć zmienność długoterminowych stóp procentowych.
- Po trzecie, w gospodarce nieuniknione jest występowanie wstrząsów. W zależności od siły wstrząsu i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różna jest skala i okres odchylenia inflacji od przyjętego celu. W krajach o trwale niskiej inflacji bank centralny zazwyczaj nie reaguje na odchylenia inflacji od celu jeśli uznaje je za przejściowe, i to nawet wówczas, gdy nie mieszczą się one w przedziale wahań wokół celu. Rada oceniając potrzebę reakcji na wstrząsy będzie jednak brała pod uwagę to, że w Polsce niskie oczekiwania inflacyjne nadal nie są dostatecznie utrwalone. Stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oddziałuje na skalę oraz trwałość wpływu wstrząsów popytowych i podażowych na inflację. W przypadku wstrząsów, które w ocenie Rady mogą wywołać względnie trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji utrwalić wzrost inflacji ze względu na pojawienie się tzw. efektów drugiej rundy, bank centralny będzie odpowiednio modyfikował parametry polityki pieniężnej.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy także od ich przyczyn i charakteru. W przypadku wstrząsów popytowych inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Podwyżka stóp procentowych osłabia aktywność gospodarczą w krótkim okresie i w dalszej kolejności presję inflacyjną. W przypadku wstrząsów podażowych dynamika produkcji i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do spadku dynamiki produkcji, która jest już obniżana przez sam wstrząs podażowy niekorzystnie wpływający na konsumpcję i inwestycje. Z kolei próba pełnego zamortyzowania – poprzez ekspansywną politykę pieniężną – realnych skutków wstrząsu podażowego, wywołującego wzrost inflacji i spadek dynamiki produkcji, powoduje z reguły utrwalenie się podwyższonej inflacji. W takiej sytuacji w następnych okresach konieczne jest prowadzenie znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Powoduje ona silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego niż zaostrzenie tej polityki nie dopuszczające do utrwalenia się podwyższonej inflacji. Reakcja banku centralnego na wstrząs zależy od oceny trwałości jego skutków, w tym od oceny ryzyka pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy.
- Po piąte, 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 opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp do zaobserwowania

najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację, nie jest jednak stała. Zależy ona w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych powodują, że banki centralne mogą określić tę długość tylko w przybliżeniu. Dodatkowym czynnikiem zakłócającym działanie mechanizmu transmisji monetarnej mogą być zaburzenia w krajowym i międzynarodowym systemie finansowym.

- Po szóste, w polityce pieniężnej należy uwzględniać potrzebę zachowania stabilności finansowej, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwia niezakłócone funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście przy ocenie bilansu czynników ryzyka dla przyszłej inflacji i wzrostu gospodarczego istotne jest kształtowanie się cen aktywów. Nadmierne redukcje stóp procentowych i długotrwałe utrzymywanie ich na obniżonym poziomie 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. Szybki wzrost cen aktywów, szczególnie jeśli towarzyszy mu szybki wzrost kredytu, rodzi 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.
- Po siódme, przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne jest uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych. Szybki wzrost tych agregatów może prowadzić do narastania nierównowagi makroekonomicznej w gospodarce, w tym nierównowagi na rynkach aktywów. Ryzyko związane z nadmiernie szybkim wzrostem tych agregatów powinno być brane pod uwagę w decyzjach dotyczących parametrów polityki pieniężnej. Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest polityka regulacyjna i nadzorcza w sektorze finansowym, która ma wpływ na tempo wzrostu kredytu i jego strukturę.
- Po ósme, 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. Zapewnienie stabilności cen w sytuacji nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej może wymagać utrzymywania stóp procentowych na podwyższonym poziomie.
- Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, co wyklucza sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych. Niepewność ta powoduje, że przy podejmowaniu decyzji w polityce pieniężnej konieczne jest uwzględnianie możliwie szerokiego zbioru informacji istotnych dla procesów inflacyjnych, a nie tylko wyników projekcji

inflacji. Modele wykorzystywane przez banki centralne do prognozowania inflacji mogą nie odwzorowywać właściwie zachowania gospodarki, chociażby ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Ponadto, nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku.

- Po dziesiąte, 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 oceny przebiegu procesów gospodarczych, w tym na podstawie projekcji inflacji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji, Rada bierze pod uwagę kształtowanie się inflacji w przeszłości, ponieważ ma ono wpływ na stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego. Rada uwzględnia w szczególności długość okresu, w którym inflacja utrzymywała się na poziomie zgodnym z celem, oraz okresu, w którym się od niego odchyłała.

W *Założeniach* na 2011 r. Rada zapowiedziała, że w przypadku podjęcia decyzji o przystąpieniu Polski do mechanizmu ERM II, 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. W *Założeniach* Rada stwierdziła również, że jej zdaniem przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.

Rozdział 2

POLITYKA PIENIĘŻNA I JEJ UWARUNKOWANIA W 2011 R.

2.1. Uwarunkowania makroekonomiczne polityki pieniężnej NBP w 2011 r.

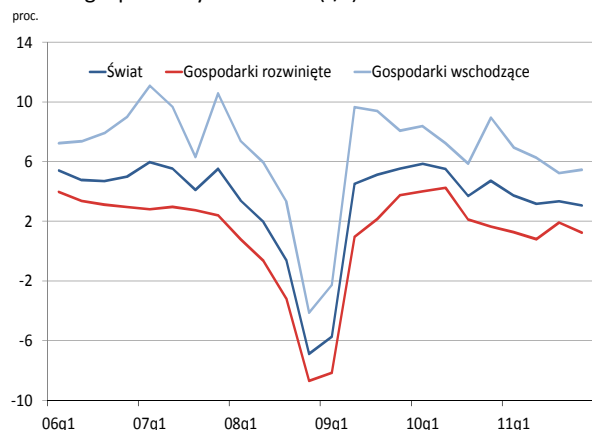
W 2011 r. wzrost gospodarczy na świecie był niższy niż w poprzednim roku i stopniowo spowalniał (Wykres 2.1). W I połowie 2011 r. poprawę koniunktury w gospodarce światowej zaburzyła katastrofa naturalna w Japonii, która spowodowała przerwanie ciągłości dostaw w sektorze przemysłowym, przyczyniając się do silnego spowolnienia produkcji na świecie. W II połowie 2011 r., wraz z nasileniem się kryzysu zadłużeniowego w części krajów strefy euro, nastroje podmiotów gospodarczych znacząco się pogorszyły, a prognozy wzrostu gospodarczego na świecie zostały obniżone. W całym 2011 r. aktywność gospodarcza w wielu krajach była obniżana przez wysokie ceny surowców, które przyczyniały się także do wzrostu inflacji na świecie. Równocześnie, podobnie jak w poprzednich latach, niekorzystnie na koniunkturę gospodarczą w wielu gospodarkach rozwiniętych wpływały trwające dostosowania w bilansach sektora finansowego i niefinansowego oraz utrzymywanie się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy. Niepewność dotycząca przyszłej koniunktury, a także sytuacji w sektorze finansowym i sektorze finansów publicznych przyczyniła się do obniżenia wzrostu gospodarczego zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących, przy czym utrzymało się zróżnicowanie sytuacji gospodarczej między różnymi regionami gospodarki światowej i krajami (Wykres 2.1, Wykres 2.2).

W Stanach Zjednoczonych wzrostowi gospodarczemu sprzyjał relatywnie stabilny wzrost popytu krajowego. W strefie euro sytuacja poszczególnych krajów była silnie zróżnicowana. Wzrost gospodarczy w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, wspierał wysoki – pomimo zakłóceń związanych z klęskami żywiołowymi w Japonii – popyt ze strony gospodarek wschodzących oraz korzystne uwarunkowania wewnętrzne, w tym dobra sytuacja na rynku pracy. Z kolei w gospodarkach strefy euro dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, w warunkach zacieśnienia fiskalnego, znaczącej niepewności dotyczącej przyszłej koniunktury oraz utrzymującej się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy, aktywność gospodarcza pozostawała niska. W gospodarkach wschodzących, w pierwszych trzech kwartałach 2011 r. obserwowany był szybki wzrost gospodarczy, który jednak pod koniec roku nieco spowolnił na skutek wcześniejszego zaostrzenia polityki makroekonomicznej i osłabienia popytu w gospodarkach rozwiniętych. Skala spowolnienia

w gospodarkach wschodzących była jednak zróżnicowana. W największym stopniu dotyczyło ono krajów najbardziej powiązanych gospodarczo ze strefą euro.

Wykres 2.1

Wzrost gospodarczy na świecie (r/r)*.

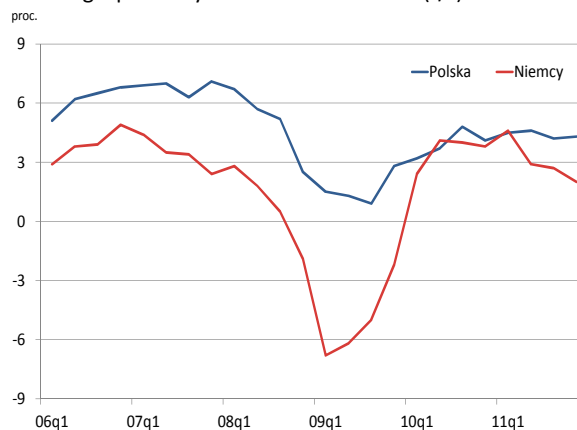


Źródło: Dane MFW.

*Agregaty za: *World Economic Outlook Update*, styczeń 2012 r.

Wykres 2.2

Wzrost gospodarczy w Polsce i Niemczech (r/r)*.



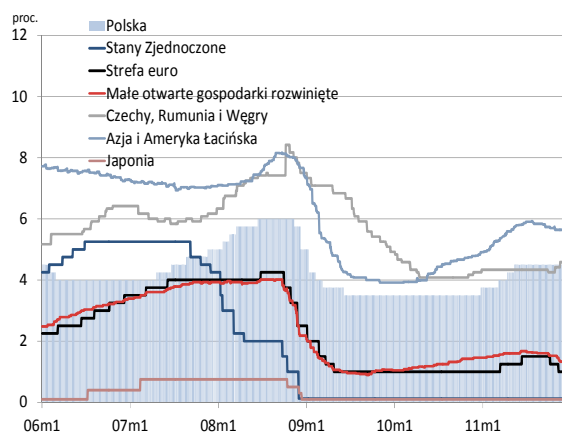
Źródło: Dane Reuters, Ecwin, Eurostat, obliczenia NBP.

*Wzrost gospodarczy dla Europy Środkowo-Wschodniej z wyłączeniem Polski jest agregatem (ważonym PKB) uwzględniającym wzrost gospodarczy w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Łotwie, w Słowenii oraz na Litwie, Węgrzech i Słowacji.

W 2011 r. banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych zwiększyły skalę ekspansji monetarnej, choć w ciągu roku ich polityka cechowała się pewnym zróżnicowaniem (Wykres 2.3, Wykres 2.4). Bank Rezerwy Federalnej (Fed) oraz Bank Japonii (BJ) utrzymywały stopy procentowe na poziomie bliskim zera. Europejski Bank Centralny (EBC) w I połowie 2011 r. podniósł dwukrotnie stopy procentowe, po czym w IV kwartale 2011 r. dwukrotnie obniżył je do poziomu sprzed podwyżek. Do połowy 2011 r. Fed kontynuował programy zakupu aktywów rozpoczęte w 2010 r. W II połowie 2011 r., w reakcji na pojawiające się oznaki spowolnienia wzrostu gospodarczego, Fed rozpoczął wydłużanie przeciętnego terminu zapadalności posiadanych aktywów (tzw. operacja twist). BJ oraz EBC kontynuowały program ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej w całym 2011 r. W II połowie 2011 r. EBC zdecydował się na uzupełnienie istniejących programów płynnościowych o roczne i trzyletnie długoterminowe operacje refinansowe. Polityka pieniężna w wielu gospodarkach wschodzących, a także w małych otwartych gospodarkach rozwiniętych, po zaostrzeniu w 2010 r. i w I połowie 2011 r., w drugim półroczu 2011 r. została – odmiennie od polityki pieniężnej w Polsce – złagodzona w warunkach pogorszenia globalnej koniunktury i osłabienia presji inflacyjnej.

Wykres 2.3

Podstawowe stopy procentowe banków centralnych na świecie*.



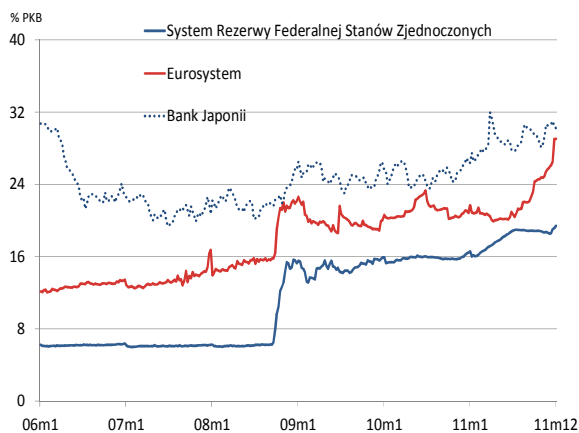
Źródło: Dane krajowych banków centralnych, Reuters Ecowin, obliczenia NBP.

*Agregaty dla regionów są średnimi arytmetycznymi obejmującymi:

- dla regionu Azja i Ameryka Łacińska: Indie, Indonezję, Malezję, Filipiny, Koreę Południową, Tajwan, Tajlandię, Brazylię, Chile i Kolumbię,
- dla grupy małych otwartych gospodarek rozwiniętych: Australię, Kanadę, Szwecję, Szwajcarię i Norwegię.

Wykres 2.4

Poziom aktywów wybranych banków centralnych w relacji do PKB.

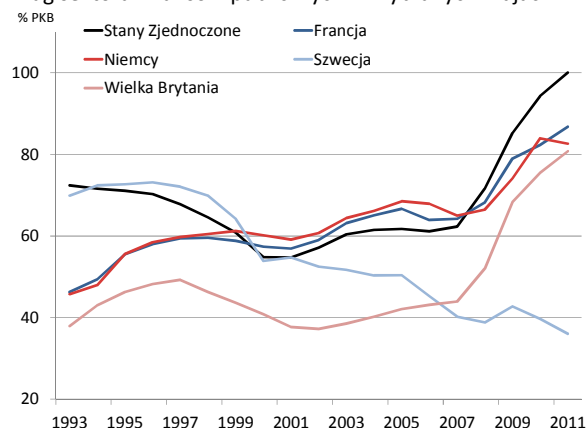


Źródło: Dane krajowych banków centralnych, Reuters Ecowin, obliczenia NBP.

W 2011 r., pomimo działań rządów mających na celu ograniczenie nierównowagi sektora finansów publicznych, w większości krajów rozwiniętych deficyt sektora finansów publicznych pozostał na wysokim poziomie, a dług publiczny nadal rósł (Wykres 2.5, Wykres 2.6). Działania niektórych rządów, przede wszystkim krajów peryferyjnych strefy euro, w zakresie zmniejszania nierównowag fiskalnych były oceniane przez inwestorów jako niewystarczające, co doprowadziło do nasilenia obaw o wypłacalność tych krajów. Odzwierciedleniem tych obaw był znaczący wzrost rentowności i obniżenie ratingów obligacji emitowanych przez wiele krajów strefy euro i nasilenie zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych (Wykres 2.8).

Wykres 2.5

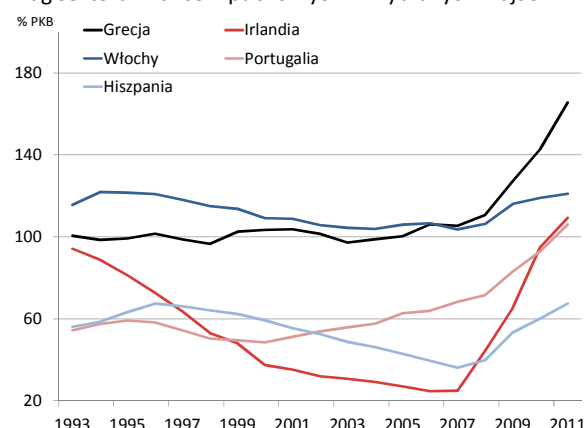
Dług sektora finansów publicznych w wybranych krajach.



Źródło: MFW.

Wykres 2.6

Dług sektora finansów publicznych w wybranych krajach.



Źródło: MFW.

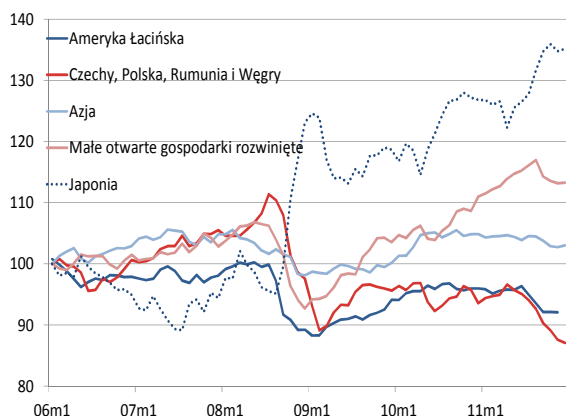
W reakcji na napięcia na rynkach finansowych związane ze wzrostem obaw o wypłacalność peryferyjnych krajów strefy euro, instytucje Unii Europejskiej (UE), EBC oraz rządy krajów UE podjęły szereg działań, które miały obniżyć ryzyko nasilenia się kryzysu finansowego w Europie.

W I połowie 2011 r. utrzymywał się istotny napływ kapitału na rynki wschodzące, choć był on nieco niższy niż w 2010 r. W II półroczu 2011 r. na skutek wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych nastąpił odpływ kapitału z rynków wschodzących. Odpływ kapitału w znacznym stopniu dotknął gospodarki wschodzące powiązane ze strefą euro, tj. kraje Europy Środkowo-Wschodniej. W warunkach zmniejszenia napływu kapitału w II połowie 2011 r. kursy wielu walut krajów wschodzących istotnie się osłabiły. Równocześnie nastąpiła silna aprecjacja walut niektórych gospodarek rozwiniętych (Wykres 2.7). Część krajów – zarówno tych doświadczających deprecjacji, jak i aprecjacji kursów swych walut – przeprowadzała interwencje walutowe.

Wykres 2.7

Nominalne efektywne kursy walutowe* (wzrost oznacza aprecjację).

indeks 2006 = 100



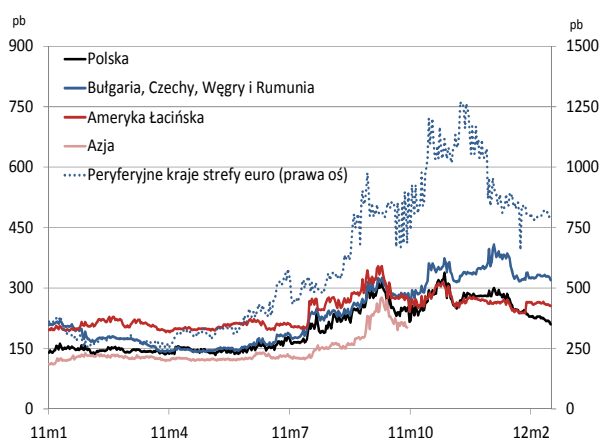
Źródło: Dane BIS.

* Agregaty dla regionów są średnimi arytmetycznymi obejmującymi:

- dla regionu Azja: Indie, Indonezję, Malezję, Filipiny, Koreę Południową, Tajwan, i Tajlandię,
- dla regionu Ameryka Łacińska: Brazylię, Chile i Kolumbię,
- dla grupy małych otwartych gospodarek rozwiniętych: Australię, Kanadę, Szwecję, Szwajcarię i Norwegię.

Wykres 2.8

Stawki 5-letnich CDS w wybranych grupach krajów*.



Źródło: Dane Bloomberg.

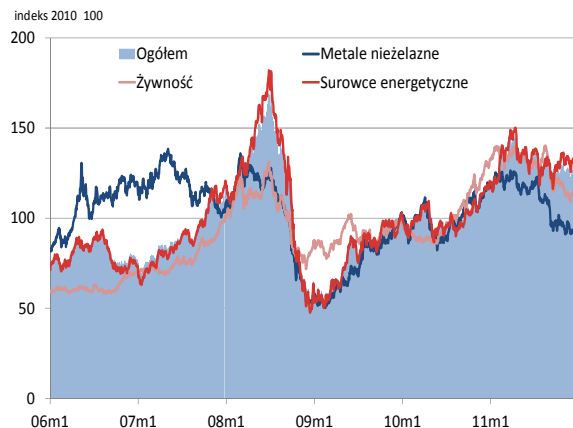
* Agregaty dla regionów są średnimi (ważonymi PKB) 5-letnich CDS obejmującymi:

- dla peryferyjnych krajów strefy euro: Portugalie, Irlandię, Włochy, Grecję i Hiszpanię,
- dla Azji Południowo-Wschodniej: Malezję, Indonezję, Tajlandię i Filipiny,
- dla Ameryki Łacińskiej: Brazylię, Argentynę, Kolumbię, Ekwador, Peru, Chile, Meksyk i Wenezuelę.

W 2011 r. ceny surowców były znacząco wyższe niż w poprzednim roku (Wykres 2.9). Szczególnie silny wzrost dotyczył cen surowców energetycznych, czemu sprzyjał utrzymujący się wysoki popyt w krajach wschodzących. Dodatkowo w kierunku wzrostu cen surowców na rynkach światowych, zwłaszcza w I połowie 2011 r., oddziaływały niepokoje polityczne na Bliskim Wschodzie oraz klęski żywiołowe w rejonie Azji i Pacyfiku, a także wysoka płynność na światowych rynkach finansowych. Wzrost cen surowców przyczynił się do zwiększenia inflacji na świecie, która w 2011 r. – mimo obniżenia się pod koniec roku – pozostawała podwyższona (Wykres 2.10). Ponadto, w kierunku wzrostu inflacji w niektórych krajach oddziaływała dodatkowo deprecjacja ich walut lub niektóre działania ograniczające deficyt sektora finansów publicznych, takie jak podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych.

Wykres 2.9

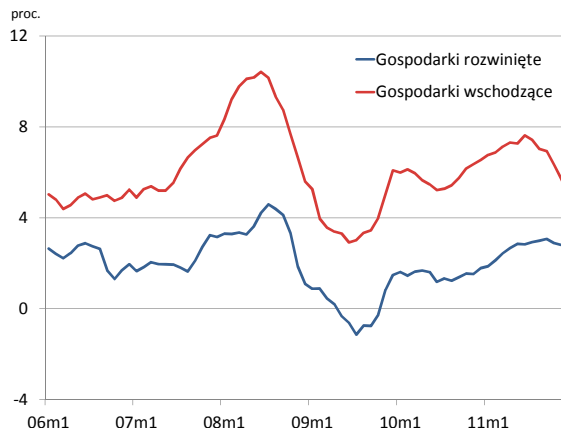
Indeksy cen surowców na rynkach światowych.



Źródło: Dane HWWI.

Wykres 2.10

Inflacja na świecie*.



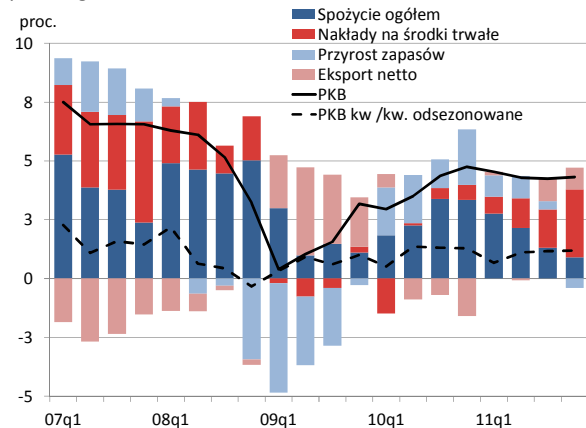
Źródło: Dane Reuters Ecowin, MFW, obliczenia NBP.

*Agregaty zgodnie z podziałem przyjmowanym przez MFW (ważone PKB). Średnia ważona inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (stanowiących 80% PKB w tej grupie krajów w 2010 r.).

W Polsce, w 2011 r. utrzymał się relatywnie wysoki wzrost gospodarczy, czemu sprzyjał przede wszystkim stabilny wzrost popytu krajowego (Wykres 2.11, Załącznik nr 1). Dokonującemu się w ciągu roku spowolnieniu wzrostu popytu konsumpcyjnego towarzyszyło przyspieszenie wzrostu inwestycji (Wykres 2.12). W II połowie 2011 r. w kierunku podwyższenia wzrostu gospodarczego oddziaływał dodatkowo dodatni wkład eksportu netto do dynamiki PKB.

Wykres 2.11

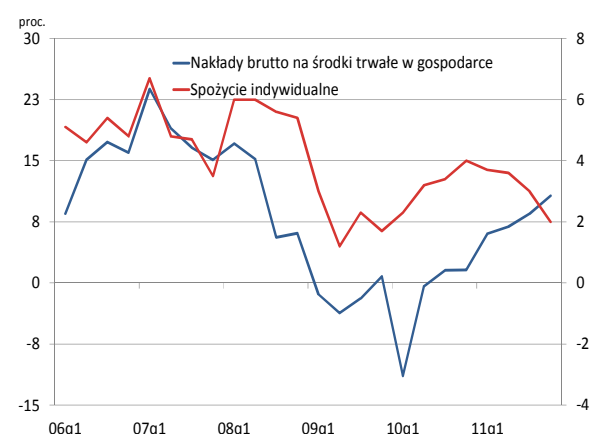
Udziały składników popytu finalnego w rocznej dynamice polskiego PKB.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.12

Roczne tempo wzrostu konsumpcji i inwestycji w Polsce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W kierunku osłabienia wzrostu popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych oddziaływał niski wzrost realnych dochodów do dyspozycji, związany z obniżoną dynamiką zatrudnienia w II połowie 2011 r., podwyższoną inflacją i niskim tempem wzrostu świadczeń społecznych. Dodatkowym czynnikiem osłabiającym konsumpcję prywatną w II połowie 2011 r. była deprecjacja złotego i związany z nią wzrost złotowej wartości wcześniej zaciągniętych kredytów walutowych, a także zaostrenie warunków i kryteriów udzielania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. W tych warunkach pogorszyły się nastroje gospodarstw domowych, co też miało negatywny wpływ

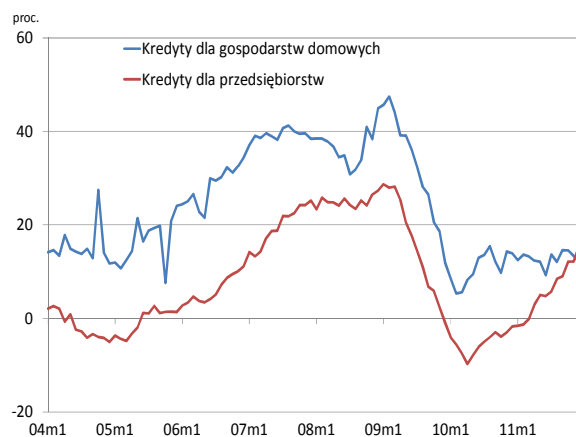
na dynamikę konsumpcji. Jednocześnie, w 2011 r. systematycznie przyspieszał wzrost inwestycji. Istotne znaczenie dla wzrostu nakładów inwestycyjnych miała wysoka dynamika inwestycji publicznych związana z napływem środków unijnych. Ponadto, przyspieszył wzrost inwestycji przedsiębiorstw, czemu sprzyjało stosunkowo wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz korzystna sytuacja finansowa firm. W 2011 r., po spadku w poprzednim roku, zwiększyły się także inwestycje mieszkaniowe gospodarstw domowych.

Pomimo spowalniającego popytu u głównych partnerów handlowych, saldo wymiany handlowej z zagranicą poprawiło się, z uwagi na osłabienie wzrostu popytu importowego w Polsce oraz deprecjację kursu złotego w II połowie 2011 r.

W I połowie 2011 r. korzystna koniunktura gospodarcza sprzyjała wzrostowi liczby pracujących, choć w II połowie roku tempo tego wzrostu się osłabiło. Podobnie jak w poprzednim roku, w 2011 r. zwiększyła się liczba osób aktywnych zawodowo. Analogicznie jak w 2010 r., szybszy wzrost podaży pracy niż popytu na pracę oddziaływał w kierunku wzrostu stopy bezrobocia. W całym 2011 r. stopa bezrobocia pozostawała na poziomie nieco wyższym niż w 2010 r., co ograniczało wzrost wynagrodzeń w gospodarce¹ (Wykres 2.14). Przy utrzymującym się relatywnie stabilnym wzroście wydajności pracy, umiarkowane tempo wzrostu wynagrodzeń sprzyjało utrzymywaniu się niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Wykres 2.13

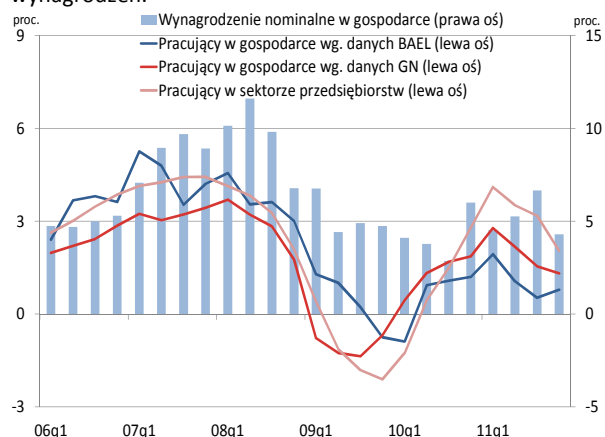
Roczna dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.14

Roczna dynamika liczby pracujących w gospodarce i sektorze przedsiębiorstw oraz roczna dynamika wynagrodzeń.



Źródło: Dane GUS.

W 2011 r. nastąpiło znaczne zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych (z 7,8% PKB w 2010 r. do 5,1% PKB w ujęciu ESA95). Zmniejszenie deficytu w relacji do PKB było wynikiem realizacji działań zawartych w *Ustawie budżetowej na rok 2011*, obniżenia wymiaru składki trafiającej do otwartych funduszy emerytalnych (OFE) uchwalonego w marcu 2011 r., a także relatywnie wysokiego wzrostu PKB. W kierunku obniżenia deficytu oddziaływało ponadto obniżenie dynamiki wydatków publicznych, w szczególności w jednostkach samorządu terytorialnego i Funduszu Pracy. W trakcie roku przedstawiane były kolejne plany działań dostosowawczych, mających ograniczyć deficyt

¹ Wyjątkiem był III kw. 2011 r. Jednak wzrost dynamiki wynagrodzeń w tym okresie wynikał z efektu statystycznego.

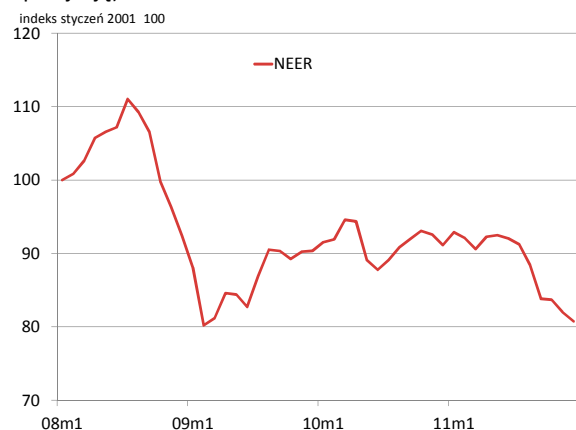
finansów publicznych w nadchodzących latach. Część z tych działań znalazła odzwierciedlenie w *Ustawie budżetowej na rok 2012*.

Wartość kredytów bankowych dla sektora przedsiębiorstw – po obniżeniu się w latach 2009-2010 – w 2011 r. wzrosła (Wykres 2.13, Załącznik nr 4). Na wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w 2011 r.łożył się zarówno wzrost kredytów o charakterze bieżącym, jak również wzrost kredytów inwestycyjnych i na zakup nieruchomości. Równocześnie, wzrost wartości kredytów dla gospodarstw domowych pozostał niemal niezmienny w stosunku do 2010 r., co było efektem wciąż relatywnie silnego wzrostu kredytów mieszkaniowych, któremu towarzyszył spadek kredytów konsumpcyjnych. W 2011 r. większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych.

Zmiany na światowych rynkach finansowych istotnie wpływały na sytuację na krajowym rynku finansowym. W I połowie 2011 r. poprawa nastrojów za granicą oraz korzystne dane dotyczące polskiej gospodarki sprzyjały wzrostowi cen krajowych aktywów finansowych oraz stabilnemu kursowi złotego. W II połowie 2011 r. nastąpił znaczący wzrost awersji do ryzyka związany z nasileniem kryzysu zadłużeniowego w peryferyjnych krajach strefy euro. Przyczynił się on do istotnego obniżenia cen akcji i silnej deprecjacji złotego (Wykres 2.15, Wykres 2.16), a także niewielkiego wzrostu rentowności polskich obligacji. Relatywnie małej skali wzrostu rentowności obligacji skarbowych sprzyjał stabilny napływ kapitału na rynek skarbowych papierów wartościowych (Załącznik nr 3).

Wykres 2.15

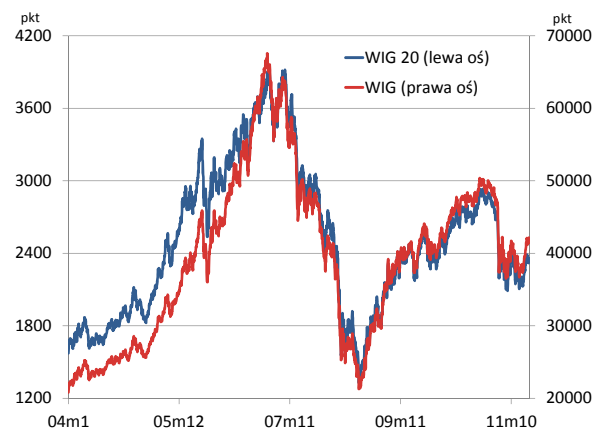
Nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Reuters Ecowin, OECD, obliczenia NBP.

Wykres 2.16

Główne indeksy giełdowe w Polsce.



Źródło: Dane Reuters Ecowin.

Po 2010 r., w którym inflacja wyniosła 2,6%, w 2011 r. roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *Consumer Price Index* – CPI) ukształtował się na poziomie 4,3%, tj. powyżej celu inflacyjnego NBP, określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 2.17, Wykres 2.18, Załącznik nr 2). We wszystkich miesiącach 2011 r. inflacja utrzymała się powyżej górnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego wynoszącej 3,5%. Podwyższony poziom inflacji wynikał głównie z oddziaływania czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, tj. silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, niekorzystnej sytuacji podażowej na krajowym rynku rolnym w I połowie roku oraz deprecjacji złotego w II połowie 2011 r., związanej z pogorszeniem nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Wymienione

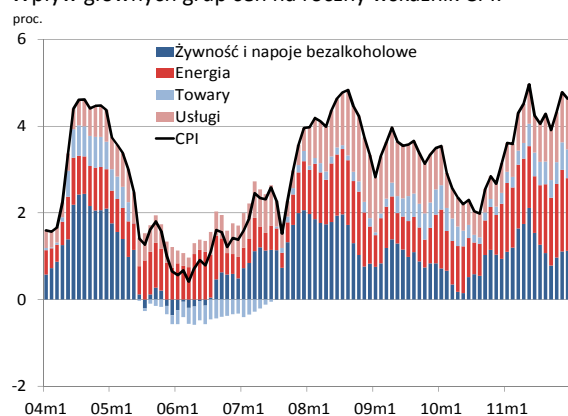
czynniki przełożyły się w szczególności na wyższy niż oczekiwano wzrost cen żywności, a także na szybszy od spodziewanego wzrost cen energii i związany z nim znaczny wzrost cen administrowanych i regulowanych. Inflacja wzrosła również z uwagi na podwyższenie stawek podatku VAT w styczniu 2011 r. O ograniczonym wpływie presji popytowej na wzrost cen świadczy wyraźne obniżenie się dynamiki popytu konsumpcyjnego w 2011 r.

W 2011 r. można było oczekiwać, że wpływ większości czynników podwyższających inflację wygaśnie – w przypadku cen żywności – z rozpoczęciem nowego sezonu gospodarczego, a w przypadku cen energii i podwyżki stawek podatku VAT – w horyzoncie roku. Również silna deprecjacja złotego w II połowie 2011 r. związana z niekorzystną sytuacją na międzynarodowych rynkach finansowych mogła być traktowana jako czynnik, którego wpływ na inflację – choć wyraźny – będzie przejściowy.

Większość z wymienionych czynników oddziaływała na inflację także za granicą powodując, że w znacznej liczbie krajów, zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących, w 2011 r. utrzymywała się ona powyżej celów inflacyjnych.

Wykres 2.17

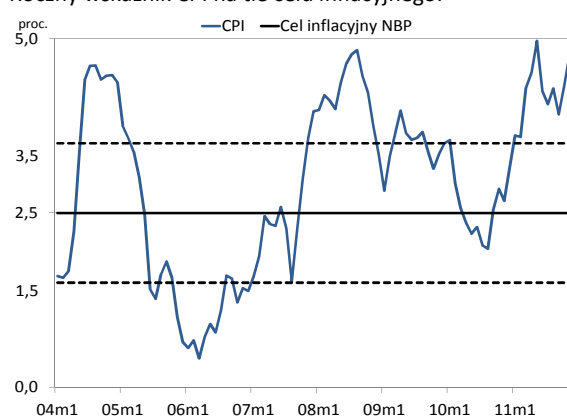
Wpływ głównych grup cen na roczny wskaźnik CPI.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18

Roczny wskaźnik CPI na tle celu inflacyjnego.



Źródło: Dane GUS.

2.2. Polityka pieniężna w 2011 r.

W 2011 r., podejmując decyzje dotyczące polityki pieniężnej, Rada – podobnie jak w poprzednich latach – brała pod uwagę perspektywę kształtowania się inflacji w średnim okresie. Decyzje Rady były uwarunkowane zmieniającą się oceną czynników determinujących procesy inflacyjne w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, w tym przede wszystkim oceną ryzyka odchylenia się inflacji od celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Ocena ta uwzględniała informacje dotyczące przebiegu bieżących procesów gospodarczych, a także prognozy makroekonomiczne opracowywane w NBP oraz w instytucjach zewnętrznych.

W I połowie 2011 r. Rada czterokrotnie podniosła stopy procentowe NBP: w styczniu, kwietniu, maju oraz czerwcu, każdorazowo o 0,25 pkt. proc., w tym stopę referencyjną z 3,5% do 4,5%, tj. łącznie o 1 pkt proc. Rada uznała bowiem, że relatywnie wysoki wzrost gospodarczy wraz ze wzrostem zatrudnienia stwarzały ryzyko stopniowego nasilenia się presji płacowej. Ponadto, wzrost bieżącej

inflacji, w sytuacji silnego wzrostu cen surowców na świecie, a także towarzyszący mu wzrost oczekiwań inflacyjnych rodził ryzyko utrwalenia się podwyższonej dynamiki cen.

W II połowie 2011 r. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Istotnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej w tym okresie było nasilenie się kryzysu zadłużeniowego w strefie euro i towarzyszący temu znaczny wzrost niepewności dotyczącej kształtowania się przyszłej koniunktury w gospodarce światowej. Rada uznała, że oczekiwane obniżenie dynamiki krajowego wzrostu gospodarczego w 2012 r., wywołane oczekiwanym spowolnieniem wzrostu gospodarczego na świecie, w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej i dokonanego w I połowie 2011 r. zacieśnienia polityki pieniężnej, powinno umożliwić powrót inflacji do celu w średnim okresie. Jednocześnie Rada w swoich komunikatach zastrzegała, że nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych na skutek nasilenia się obaw o sytuację fiskalną niektórych krajów strefy euro w II połowie 2011 r. przyczynił się do deprecjacji i wzrostu zmienności kursów walutowych krajów wschodzących, w tym kursu złotego. W tym okresie Rada podkreślała, że wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego może przejściowo dodatkowo podnieść inflację. NBP kilkakrotnie interweniował na rynku walutowym sprzedając waluty obce za złote, co ograniczyło zmienność kursu złotego.

Działania NBP podjęte w 2011 r. oddziaływały w kierunku powrotu inflacji do celu w średnim okresie. Poniżej przedstawiono bardziej szczegółowo te działania, wraz z ich uwarunkowaniami.

* * *

W I kw. 2011 r. napływające dane wskazywały na utrwalenie się tendencji wzrostowych w gospodarce światowej na przełomie 2010 i 2011 r. Kontynuowany był wzrost aktywności w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro. Korzystna koniunktura utrzymywała się w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. Wzrost gospodarczy w wielu krajach rozwiniętych był jednak wciąż ograniczany przez utrzymujący się wysoki poziom bezrobocia. W gospodarkach wschodzących, zwłaszcza azjatyckich, utrzymywał się silny wzrost PKB.

Korzystna koniunktura w gospodarce światowej, zwłaszcza w krajach wschodzących, sprzyjała wzrostowi popytu na surowce, co oddziaływało w kierunku wzrostu ich cen. Rosnące ceny surowców przyczyniały się z kolei do podwyższenia inflacji na świecie. W gospodarkach wschodzących presja inflacyjna była ponadto wzmacniana przez silny wzrost gospodarczy.

W omawianym okresie korzystne dane makroekonomiczne sprzyjały poprawie nastrojów na światowych rynkach finansowych. Negatywnie na nastroje wpływała natomiast utrzymująca się niepewność dotycząca sytuacji fiskalnej w niektórych krajach strefy euro, napięcia polityczne na Bliskim Wschodzie i Afryce Północnej oraz katastrofa naturalna w Japonii.

Główne banki centralne nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, kontynuując jednocześnie inne niekonwencjonalne działania w polityce monetarnej. Równocześnie w największych gospodarkach wschodzących trwało zaostrzanie polityki makroekonomicznej mające na celu ograniczenie wzrostu inflacji.

W Polsce dane o PKB w IV kw. 2010 r. wskazywały na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego na relatywnie wysokim poziomie (4,7% r/r), czemu sprzyjała wysoka dynamika konsumpcji wspierana przez wzrost zatrudnienia. Napływające dane miesięczne, w tym dane o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, wskazywały na utrzymanie się wysokiej aktywności gospodarczej w I kw. 2011 r. Utrzymywał się relatywnie wysoki wzrost kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych, natomiast obniżała się wartość kredytów konsumpcyjnych. Jednocześnie na rynku pracy nadal rosła liczba aktywnych zawodowo, co mimo wzrostu zatrudnienia, podtrzymywało podwyższoną stopę bezrobocia. W efekcie dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach pozostawała umiarkowana.

W I kw. 2011 r. inflacja wzrosła i przekroczyła górną granicę odchyień od celu inflacyjnego (wyniosła w tym okresie średnio 3,8%). Przyspieszenie inflacji nastąpiło w warunkach umiarkowanej presji popytowej i wynikało głównie z wyższego niż oczekiwano wzrostu cen żywności i energii związanego z niekorzystną sytuacją podażową na krajowym rynku żywności oraz ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Do wzrostu cen na początku 2011 r. przyczyniła się także podwyżka stawek podatku VAT. Wzrosła również inflacja bazowa oraz oczekiwania inflacyjne.

Wobec powyższych uwarunkowań Rada oceniała, że relatywnie wysoki wzrost gospodarczy i wzrost zatrudnienia mogły prowadzić do stopniowego wzrostu presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Silny wzrost cen surowców na rynkach światowych rodził, w warunkach ożywienia gospodarczego, ryzyko utrwalenia się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Aby ograniczyć ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji w średnim okresie, w styczniu i kwietniu 2011 r. Rada podwyższyła stopy procentowe NBP każdorazowo o 0,25 pkt. proc., w tym stopę referencyjną z 3,5% do 4,0%. Jednocześnie Rada w swoich komunikatach podkreślała, iż w dalszym ciągu będzie analizowała ewentualne sygnały narastania presji inflacyjnej. Wskazywało to na możliwość dalszych podwyżek stóp procentowych.

Napływające w II kw. 2011 r. dane potwierdziły, iż w I kw. 2011 r. tendencje wzrostowe w gospodarce światowej utrzymały się, choć wzrost gospodarki Stanów Zjednoczonych spowolnił. W strefie euro trwało ożywienie, w tym szczególnie szybko rozwijała się gospodarka niemiecka. W dalszym ciągu wzrost gospodarczy w wielu krajach rozwiniętych był jednak ograniczany przez wysoki poziom bezrobocia.

Jednocześnie dane dotyczące II kw. 2011 r. sygnalizowały, iż wzrost gospodarczy za granicą w tym kwartale mógł spowolnić. W szczególności nastąpiło pogorszenie globalnych wskaźników koniunktury w przemyśle i usługach oraz spadek wolumenu handlu światowego. Niekorzystnie na aktywność gospodarczą wpływały skutki katastrofy naturalnej w Japonii w marcu 2011 r., wysokie ceny surowców oraz utrzymujące się problemy fiskalne niektórych krajów, które zwiększały niepewność dotyczącą przyszłej koniunktury. W kierunku wyższego wzrostu gospodarczego oddziaływała natomiast stopniowa odbudowa konsumpcji prywatnej w gospodarkach rozwiniętych oraz nadal silny popyt wewnętrzny w krajach wschodzących.

Obawy o perspektywy globalnego wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, przyczyniły się do wyhamowania wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Ceny surowców były jednak nadal wysokie, co prowadziło do wzrostu inflacji w gospodarce światowej.

W gospodarkach wschodzących wzrost inflacji był nadal związany także z ich wysokim wzrostem gospodarczym.

W II kw. 2011 r. nasiliły się obawy dotyczące stabilności finansów publicznych niektórych peryferyjnych krajów strefy euro, co znalazło odzwierciedlenie w obniżkach ratingów oraz wzroście rentowności obligacji tych krajów (Grecji, Portugalii oraz Irlandii). Wzrosły również obawy o sytuację finansów publicznych w Stanach Zjednoczonych, czego wyrazem było obniżenie perspektywy ratingu długoterminowych obligacji tego kraju.

Polityka pieniężna w największych gospodarkach rozwiniętych pozostała ekspansywna, choć nastąpiło jej pewne zróżnicowanie. Większość głównych banków centralnych utrzymywała stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, natomiast EBC w kwietniu 2011 r. po raz pierwszy od 3 lat podniósł stopę procentową (o 0,25 pkt. proc.). W warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego i rosnącej inflacji banki centralne w większości gospodarek wschodzących kontynuowały zaostrzanie polityki pieniężnej.

Napływające w II kw. 2011 r. dane dotyczące Polski potwierdziły, iż w I kw. 2011 r. utrzymało się relatywnie wysokie tempo wzrostu PKB (4,5% r/r), do czego – oprócz stabilnego wzrostu spożycia indywidualnego – przyczynił się również wzrost inwestycji. Równocześnie dane BAEL za I kw. 2011 r. wskazywały na przyspieszenie wzrostu liczby pracujących w gospodarce oraz obniżenie się stopy bezrobocia, choć presja płacowa się nie nasiliła.

Dane miesięczne za II kw. 2011 r., w tym dane o produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, a także o sprzedaży detalicznej wskazywały, że aktywność gospodarcza pozostawała relatywnie wysoka. Nadal stosunkowo szybko rosły kredyty hipoteczne dla gospodarstw domowych. Jednocześnie przyspieszyła akcja kredytowa dla przedsiębiorstw.

W II kw. 2011 r. nastąpił dalszy wzrost inflacji (wyniosła ona w tym okresie przeciętnie 4,6% r/r), co wynikało przede wszystkim z dalszego – szybszego niż oczekiwano – wzrostu cen żywności związanego z wciąż niekorzystną sytuacją podażową na krajowym rynku żywności. Jednocześnie nastąpiło pewne przyspieszenie dynamiki cen pozostałych dóbr, przyczyniające się do wzrostu inflacji bazowej. Oczekiwania inflacyjne pozostały podwyższone.

Rada podtrzymała ocenę, iż relatywnie wysoki wzrost gospodarczy wraz z dalszym wzrostem zatrudnienia mógł prowadzić do stopniowego wzrostu presji płacowej, a w konsekwencji utrzymania się nasilonej presji inflacyjnej. Ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji zwiększały także podwyższone oczekiwania inflacyjne. Aby ograniczyć to ryzyko, w maju i czerwcu 2011 r. Rada kontynuowała zacieśnienie polityki pieniężnej podwyższając stopy procentowe NBP, każdorazowo o 0,25 pkt. proc., w tym stopę referencyjną z 4,0% do 4,5%. W czerwcu 2011 r. – po dokonaniu podwyżki stóp – Rada zasygnalizowała możliwość utrzymania stóp procentowych w kolejnych miesiącach na niezmiennym poziomie, stwierdzając, że dokonane od początku roku istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno przyczynić się do powrotu inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. Równocześnie, Rada nie wykluczyła jednak dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Napływające w kolejnym okresie dane dotyczące PKB w II kw. 2011 r. wskazały na silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro oraz na

osłabienie wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach. W III kw. 2011 r. nastąpiło także znaczne pogorszenie się nastrojów podmiotów gospodarczych na świecie, a prognozy wzrostu gospodarczego dla wielu krajów były obniżane. Na koniunkturę oraz jej perspektywę niekorzystnie oddziaływało nasilenie obaw o stabilność finansów publicznych w wielu krajach, wysokie (choć stopniowo obniżające się) ceny surowców oraz niska dynamika konsumpcji gospodarstw domowych w krajach rozwiniętych, ograniczana przez utrzymywanie się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy. Inflacja, zarówno w krajach rozwiniętych, jak i wschodzących utrzymywała się na podwyższonym poziomie.

Równocześnie w III kw. 2011 r. wraz z obniżeniem ratingu amerykańskich długoterminowych obligacji skarbowych, nastąpił znaczny spadek cen akcji oraz obniżyły się ceny surowców na rynkach światowych. Wobec podwyższonej awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych osłabiły się waluty krajów wschodzących, w tym znacznie osłabił się kurs złotego.

Polityka pieniężna głównych banków centralnych w tym okresie była zróżnicowana. EBC w lipcu 2011 r. ponownie podniósł stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., natomiast Fed, Bank Anglii oraz Narodowy Bank Szwajcarii utrzymały stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. Ponadto, we wrześniu Fed rozpoczął wydłużanie przeciętnego terminu zapadalności posiadanych aktywów (tzw. operacja twist), wywierając presję na spadek długoterminowych stóp procentowych. Równocześnie w niektórych gospodarkach wschodzących polityka pieniężna została poluzowana.

Dane o PKB w Polsce w II kw. 2011 r. potwierdziły, iż w tym okresie utrzymywało się relatywnie wysokie i stabilne tempo wzrostu PKB (4,3% r/r), wspierane przez stabilny wzrost spożycia indywidualnego oraz przyspieszający wzrost inwestycji. Jednocześnie w II kw. 2011 r. – po okresie znacznego wzrostu – osłabła dynamika zatrudnienia, a stopa bezrobocia utrzymywała się na podwyższonym poziomie. Dynamika wynagrodzeń w gospodarce przejściowo przyspieszyła, na co wpłynęły głównie wypłaty dodatkowych wynagrodzeń w II kw. 2011 r., związane z bardzo dobrymi wynikami finansowymi sektora przedsiębiorstw.

Napływające dane miesięczne w III kw. 2011 r. wskazywały na wyhamowanie wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a także spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej, przy utrzymującym się szybkim wzroście produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej. Równocześnie nastąpiło pogorszenie wskaźników koniunktury, sygnalizujące możliwość obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. Nadal rosła jednak akcja kredytowa dla przedsiębiorstw oraz utrzymywał się relatywnie wysoki wzrost kredytów hipotecznych.

W III kw. 2011 r. inflacja CPI obniżyła się, czemu sprzyjało spowolnienie dynamiki cen żywności. Roczny wskaźnik inflacji – podobnie jak oczekiwania inflacyjne – pozostał jednak wysoki i utrzymał się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (w III kw. wyniósł on średnio 4,1%). Ponownie przyspieszył wzrost cen energii, w tym istotnie wzrosły ceny paliw po istotnej deprecjacji złotego w sierpniu oraz wrześniu związanej z silnym wzrostem awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Równocześnie zwiększyła się inflacja bazowa, częściowo na skutek podwyższenia administrowanych cen usług w zakresie użytkowania mieszkania.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, Rada oceniała, iż w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez oczekiwane obniżenie dynamiki krajowego wzrostu gospodarczego w warunkach

zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie 2011 r. podwyższenia stóp procentowych oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. W ocenie Rady dokonane w I połowie 2011 r. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno przyczynić się do powrotu inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym w III kw. 2011 r. Rada utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W swoich komunikatach Rada nadal nie wykluczała jednak dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Równocześnie Rada wskazała, iż czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen jest wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego. Silna deprecjacja kursu złotego oraz jego podwyższona zmienność, uwarunkowana głównie wzrostem awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych mogły przejściowo dodatkowo podnieść inflację. Pod koniec III kw. 2011 r. NBP interweniował na rynku walutowym sprzedając waluty obce za złote.

Napływające w IV kw. 2011 r. dane wskazywały, iż tempo wzrostu gospodarczego na świecie w III kw. 2011 r. kształtowało się na niskim poziomie, przy jednocześnie znacznym zróżnicowaniu koniunktury w poszczególnych krajach. W Stanach Zjednoczonych tempo wzrostu PKB przyspieszyło, zaś w strefie euro ukształtowało się jedynie nieznacznie powyżej zera. Równocześnie w Niemczech dynamika PKB w III kw. 2011 r. – wspierana przez korzystną sytuację na rynku pracy oraz relatywnie wysoki wzrost gospodarczy w Azji – wzrosła, choć napływające dane miesięczne wskazywały na osłabienie koniunktury w tej gospodarce w IV kw. 2011 r. W największych gospodarkach wschodzących wzrost gospodarczy w III kw. 2011 r. spowalniał, co w większości z nich w dużym stopniu wynikało z wcześniejszego zacieśnienia polityki makroekonomicznej.

Stopniowy spadek cen surowców oraz pogorszenie się koniunktury gospodarczej na świecie w IV kw. 2011 r. sprzyjały obniżeniu się inflacji, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących. Inflacja w większości krajów pozostała jednak relatywnie wysoka.

Podobnie jak w poprzednim kwartale, w IV kw. 2011 r. problemy fiskalne krajów strefy euro przyczyniały się do utrzymania znacznej niepewności co do przyszłego kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej, negatywnie wpływały na nastroje uczestników życia gospodarczego i jednocześnie zwiększały napięcia na światowych rynkach finansowych.

W omawianym okresie główne banki centralne prowadziły ekspansywną politykę pieniężną, w tym EBC – po podwyższeniu stóp procentowych w kwietniu oraz w lipcu – w listopadzie oraz w grudniu ponownie je obniżył do poziomu z początku 2011 r. Ponadto, w grudniu EBC przeprowadził dodatkowe długoterminowe operacje zasilające w płynność instytucje finansowe w strefie euro i poszerzył zakres aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie w operacjach otwartego rynku, co oddziaływało w kierunku zmniejszenia napięć na międzynarodowych rynkach finansowych. Również banki centralne wielu krajów wschodzących pod koniec 2011 r. łagodziły politykę pieniężną.

Dane dotyczące polskiej gospodarki wskazywały, iż wzrost PKB w III kw. 2011 r. pozostał relatywnie wysoki (4,2% r/r), co nadal wynikało głównie ze wzrostu popytu krajowego. Równocześnie istotnie zwiększył się wkład eksportu netto do wzrostu PKB, czemu sprzyjała deprecjacja złotego. Choć wskaźniki koniunktury w dalszym ciągu sygnalizowały możliwość pewnego osłabienia się aktywności gospodarczej, w IV kw. 2011 r. wzrost produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz

sprzedaży detalicznej pozostał wysoki. Równocześnie akcja kredytowa dla przedsiębiorstw nadal rosła oraz utrzymywał się relatywnie szybki wzrost złotych kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych przy wciąż ujemnej dynamice kredytów konsumpcyjnych.

W III kw. nadal spowalniał natomiast wzrost liczby pracujących w gospodarce, a stopa bezrobocia utrzymywała się na podwyższonym poziomie. Wzrost wynagrodzeń co prawda przyspieszył, ale wpłynęły na to czynniki o charakterze statystycznym. Napływające w IV kw. 2011 r. dane z rynku pracy wskazywały na spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu miesięcznym oraz utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń.

W omawianym okresie roczna inflacja CPI ponownie wzrosła, pozostając wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (w IV kw. 2011 r. wyniosła średnio 4,6% r/r), co wpływało na utrzymywanie się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Wzrost inflacji był w dużym stopniu związany ze znacznym osłabianiem się kursu złotego od sierpnia 2011 r., które wynikało z utrzymywania się podwyższonej awersji do ryzyka. Znaczące osłabienie się kursu złotego przyczyniało się zarówno do wzrostu cen energii (w tym zwłaszcza paliw) i żywności, jak również pozostałych towarów importowanych. W rezultacie deprecjacja złotego prowadziła także do wzrostu inflacji bazowej.

W IV kw. 2011 r. Rada podtrzymywała ocenę, że w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez stopniowo malejącą dynamikę popytu krajowego w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia się inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie 2011 r. podwyższenia stóp procentowych oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. Oceniając, iż dokonane w I połowie 2011 r. zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, a także biorąc pod uwagę podwyższoną niepewność co do kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach, w IV kw. 2011 r. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Rada w dalszym ciągu nie wykluczała jednak dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Równocześnie Rada nadal podkreślała, iż czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen jest wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego. W obliczu utrzymującej się znacznej zmienności kursu złotego w IV kw. 2011 r. NBP dokonał kilku interwencji na rynku walutowym.

* * *

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 2011 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 (Załącznik nr 5), a także publikowane raz w roku: Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na 2010 r. i Założenia polityki pieniężnej na rok 2012². W

² W *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 2011 r.

Założeniach polityki pieniężnej na rok 2012 Rada utrzymała podstawowe elementy dotychczasowej strategii polityki pieniężnej NBP, jednocześnie nieznacznie je modyfikując.

Od kwietnia 2011 r. Rada zdecydowała także o przyspieszeniu publikacji wyników głosowań członków Rady nad wnioskami i uchwałami dotyczącymi stóp procentowych. Decyzja ta miała na celu dalsze zwiększenie przejrzystości polityki pieniężnej.

Rozdział 3

INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2011 R.

W 2011 r. Narodowy Bank Polski realizował politykę pieniężną oddziałując na poziom inflacji za pomocą stóp procentowych. Rada, określając wysokość stóp procentowych NBP, wyznaczała rentowności pozostałych instrumentów polityki pieniężnej.

Zestaw instrumentów polityki pieniężnej nie różnił się w istotny sposób od obowiązującego w 2010 r. Składały się na niego stopy procentowe NBP, operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe, a także rezerwa obowiązkowa. Katalog dostępnych instrumentów dostosowany był do realizowanej przez NBP strategii polityki pieniężnej, a także do utrzymującej się w sektorze bankowym trwałej nadwyżki płynności. Ponadto, umożliwiał on wprowadzenie przez NBP dodatkowych operacji w każdym momencie, o ile sytuacja na rynkach finansowych, w tym w szczególności w krajowym sektorze bankowym, uległaby pogorszeniu.

Za pomocą instrumentów polityki pieniężnej Rada wpływała na poziom krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego. Oddziałując na ich poziom, Rada dążyła do osiągnięcia takiej wysokości stóp procentowych w gospodarce, który sprzyjał realizacji założonego celu inflacyjnego w średnim okresie.

Płynność sektora bankowego w 2011 r.

W 2011 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach nadpłynności sektora bankowego³. Jej poziom w 2011 r. wyniósł średnio 95 928 mln zł, co oznacza wzrost w porównaniu do 2010 r. o 25 021 mln zł, tj. o 35%⁴. Podczas gdy do końca lipca poziom nadpłynności sukcesywnie wzrastał, w kolejnych miesiącach 2011 r. trend ten uległ odwróceniu.

Zmiany w poziomie nadpłynności sektora bankowego w trakcie 2011 r. wynikały w przeważającej mierze z oddziaływania czynników pozostających poza kontrolą NBP (tzw. czynników autonomicznych).

³ 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 następujących operacji: podstawowych, dostrajających, typu swap walutowy (nieprzeprowadzanych w 2011 r.) oraz depozytowo-kredytowych.

⁴ Dane dotyczące poziomu nadpłynności, a także poszczególnych operacji polityki pieniężnej (w dalszej części rozdziału) zostały podane jako średnie w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Spośród czynników wpływających na wzrost nadpłynności sektora bankowego największe znaczenie 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 Ministerstwo Finansów. Skup walut obcych netto (czyli pomniejszony o wartość sprzedaży walut przez NBP) skutkował przyrostem nadpłynności średnio o 11 598 mln zł. Do zwiększenia poziomu nadpłynności przyczyniła się również wpłata z zysku NBP do budżetu państwa, w kwocie 6 203 mln zł, a także wypłaty dyskonta od emitowanych przez NBP bonów pieniężnych, którego średnia wartość wyniosła 4 062 mln zł.

W kierunku ograniczenia poziomu nadpłynności w największym stopniu w 2011 r. oddziaływał wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu, średnio o 8 452 mln zł, a także wzrost poziomu rezerwy obowiązkowej, średnio o 6 044 mln zł.

Rada na bieżąco była informowana o kształtowaniu się poziomu nadpłynności sektora bankowego.

Stopy procentowe NBP

W 2011 r. podstawowym instrumentem polityki pieniężnej NBP była krótkoterminowa stopa procentowa – stopa referencyjna NBP. Zmiany jej wysokości wynikały z kierunku prowadzonej polityki pieniężnej. Stopa ta określała rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopy depozytowa oraz stopa lombardowa NBP wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych overnight na rynku międzybankowym. Stopa redyskonta weksli w sposób pośredni określała oprocentowanie środków utrzymywanych przez banki w ramach systemu rezerwy obowiązkowej.⁵

W I połowie 2011 r. Rada czterokrotnie podwyższyła stopy procentowe NBP, łącznie o 1 pkt proc. W wyniku tych decyzji, począwszy od czerwca 2011 r. stopa referencyjna NBP kształtowała się na poziomie 4,50%, stopa lombardowa na poziomie 6,00%, stopa depozytowa na poziomie 3,00%, zaś stopa redyskonta weksli na poziomie 4,75%.

Operacje otwartego rynku

W 2011 r. za pomocą operacji otwartego rynku NBP dążył do oddziaływania na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w sposób umożliwiający utrzymywanie krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych na poziomie spójnym z ustalonym przez Radę poziomem stopy referencyjnej NBP. Cel ten realizowany był poprzez przeprowadzanie operacji otwartego rynku w skali umożliwiającej kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP⁶.

Operacje podstawowe przeprowadzane były w 2011 r. regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP o 7-dniowym terminie zapadalności. W 2011 r. średni poziom emisji bonów w ramach operacji podstawowych wyniósł 95 217 mln zł i był wyższy od średniego poziomu w 2010 r. o 22 249 mln zł (Wykres 3.1).

⁵ Środki utrzymywane przez banki w formie rezerwy obowiązkowej oprocentowane były w 2011 r. na poziomie 0,9 stopy redyskonta weksli.

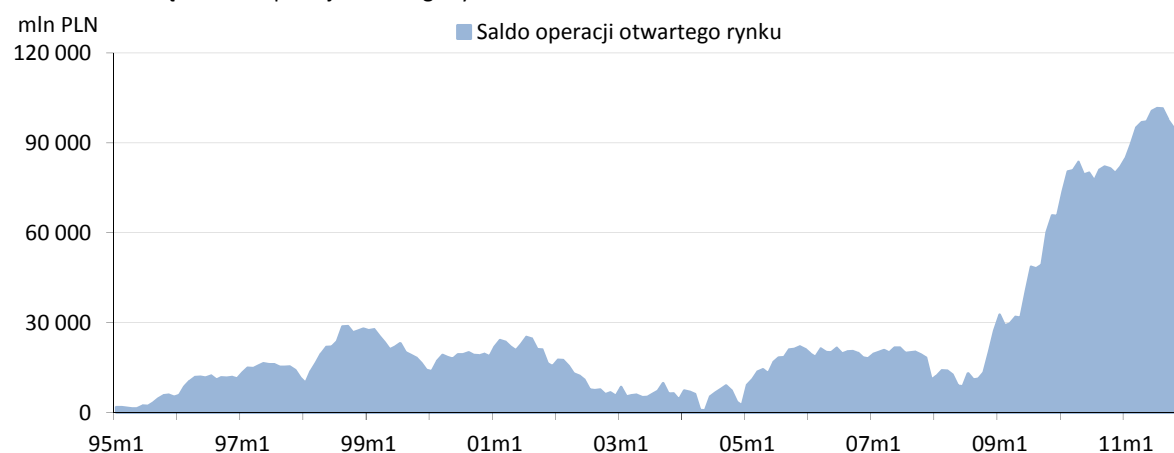
⁶ POLONIA (ang. Polish Overnight Index Average) – średnia stawka overnight ważona wielkością transakcji na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17.00.

W 2011 r. bank centralny emitował także bony pieniężne NBP w ramach operacji dostrajających. Operacje te miały krótszy termin zapadalności niż operacje podstawowe. Ich celem było ograniczanie wpływu zmian w warunkach płynnościowych w sektorze bankowym na wysokość krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Łącznie w ciągu roku przeprowadzono 27 operacji dostrajających. Średni poziom emisji bonów pieniężnych NBP w ramach operacji dostrajających wyniósł 1 453 mln zł i był wyższy niż w 2010 r. o 1 405 mln zł.

Wzrastający do lipca 2011 r. poziom emisji bonów pieniężnych NBP był konsekwencją przyrostu nadpłynności w krajowym sektorze bankowym. Spadek skali emisji tych papierów w kolejnych miesiącach 2011 r. wynikał ze wspomnianego wyżej odwrócenia trendu w zakresie kształtowania nadpłynności w tym podokresie.

Wykres 3.1

Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku.



Źródło: Dane NBP.

Podobnie jak w roku poprzednim, w 2011 r. występowały napięcia na światowych rynkach finansowych, których siła wzrosła zwłaszcza w IV kw. 2011 r. Ich skutkiem była podwyższona ostrożność banków w zakresie zarządzania własną pozycją płynnościową, wraz z występującymi równolegle skłonnością do zarządzania nią w terminie overnight, oraz preferencja do gromadzenia buforów płynnościowych. W dalszym ciągu uczestnicy rynku międzybankowego utrzymywali ograniczone poziomy limitów kredytowych nakładanych na transakcje zawierane pomiędzy sobą.

Powyższe uwarunkowania ograniczały skuteczność stosowanych przez NBP podstawowych operacji otwartego rynku. Potwierdzeniem tego było okresowe występowanie niewystarczającego popytu na przetargach operacji podstawowych względem podaży określonej przez bank centralny (ang. underbidding⁷).

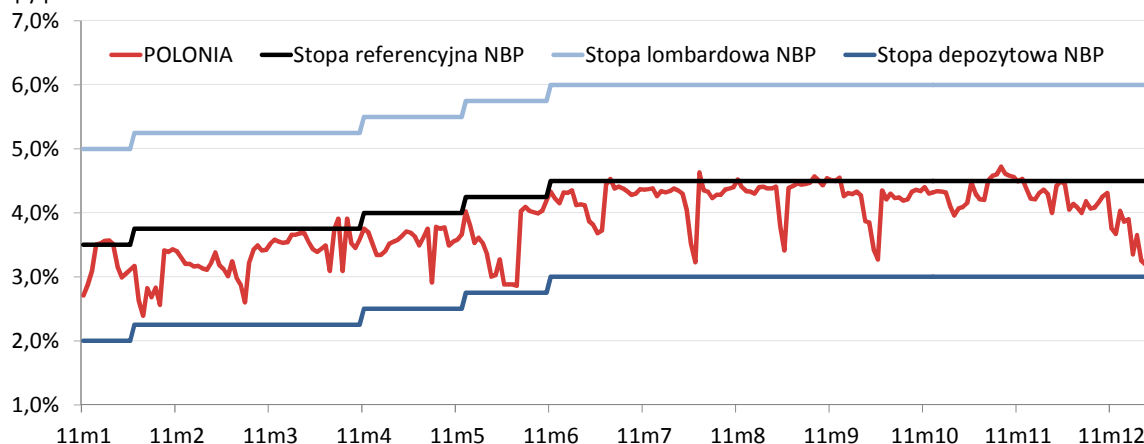
Pomimo utrzymywania się niekorzystnych zjawisk na rynkach finansowych, w 2011 r. nastąpiło zbliżenie stawki POLONIA do stopy referencyjnej NBP, w porównaniu do lat poprzednich. Pozytywny trend w tym zakresie nasilił się zwłaszcza w II połowie 2011 r., kiedy odchylenie stawki POLONIA ukształtowało się na poziomach obserwowanych ostatnio przed upadkiem Lehman Brothers (Wykres 3.2).

⁷ Sytuacja, w której na przetargu operacji polityki pieniężnej zgłoszony przez banki popyt jest niższy od oferowanej przez bank centralny podaży

Do zbliżenia stawki POLONIA do stopy referencyjnej NBP w trakcie 2011 r. w znacznej mierze przyczyniło się rozpoczęcie stosowania przez NBP – od grudnia 2010 r. – krótkoterminowych operacji otwartego rynku o charakterze dostrajającym. Początkowo NBP przeprowadzał operacje dostrajające nieregularnie, w trakcie trwania okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, w celu doraźnego wpłynięcia na występujące w danym momencie warunki płynnościowe w sektorze bankowym. Najczęściej operacje te miały okres zapadalności równy 2-3 dniom. Od czerwca 2011 r. uzupełniono je o operacje dostrajające oferowane na koniec okresu rezerwowego. Operacje te umożliwiały bankom zbilansowanie własnej pozycji płynnościowej w całym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Wykres 3.2

Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2011 r.



Źródło: Dane NBP.

Stosowanie przez NBP dostrajających operacji otwartego rynku istotnie ograniczyło skalę wykorzystywania przez banki depozytu na koniec dnia, w porównaniu do okresu od momentu upadku Lehman Brothers. Wynikało to z faktu, iż krótszy okres zapadalności, na jaki oferowane były operacje dostrajające, w porównaniu do 7-dniowego okresu operacji podstawowych, oraz ich wyższa rentowność względem oprocentowania depozytu na koniec dnia (o 150 pb) skłaniała banki do lokowania w bonach pieniężnych NBP (w ramach operacji dostrajających) większej części utrzymywanych buforów płynnościowych. W rezultacie, w porównaniu do lat poprzednich, zmniejszył się wpływ poziomu oprocentowania depozytu na koniec dnia (stopy depozytowej NBP), wykorzystywanego przez banki w znacznej skali w latach poprzednich, na kształtowanie stawki POLONIA. Uczestnicy rynku zaczęli oczekiwać, iż bank centralny będzie w stanie bilansować warunki płynnościowe w sektorze bankowym w przeważającej mierze przy wykorzystaniu operacji otwartego rynku o rentowności równej stopie referencyjnej NBP.

Potwierdzeniem skuteczności przeprowadzanych przez NBP operacji dostrajających może być także ograniczony wpływ niekorzystnych zjawisk na światowych rynkach finansowych, które nasiliły się w II połowie 2011 r. (wraz z nasileniem się kryzysu zadłużeniowego w niektórych krajach strefy euro), na kształtowanie się stawki POLONIA w tym okresie.

Średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej ukształtowało się w 2011 r. na poziomie 43 pb (wynosząc 56 pb w okresie styczeń-maj oraz 34 pb w okresie czerwiec-grudzień, tj. odpowiednio przed oraz po rozpoczęciu oferowania przez NBP operacji dostrajających na koniec

okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej)⁸. Było tym samym niższe niż w 2010 r. o 26 pb oraz o 46 pb niż w 2009 r. Poziom ten był jednak wciąż wyższy niż przed wystąpieniem kryzysu na światowych rynkach finansowych, co wynikało z utrzymywania się czynników zwiększających preferencje banków do dysponowania nadwyżkami płynności.

W 2011 r. zmniejszyła się również zmienność stawki POLONIA mierzona odchyleniem standardowym. W porównaniu do 2010 r. wskaźnik ten był niższy o 4 pb, kształtując się na poziomie 34 pb. Identyczny spadek zmienności stawki POLONIA w stosunku do roku poprzedniego został odnotowany w 2010 r.

Rezerwa obowiązkowa

W 2011 r. 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, tj. banki były zobowiązane do utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP w okresie rezerwowym 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.

Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2011 r. wynosiła 3,5% od wszystkich zobowiązań, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu, od których obowiązywała stopa rezerwy obowiązkowej w wysokości 0%.

Rezerwa obowiązkowa na dzień 31 grudnia 2011 r. ukształtowała się na poziomie 28 039 mln zł i była wyższa o 2 091 mln zł w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2010 r. (wzrost o 8,1%).

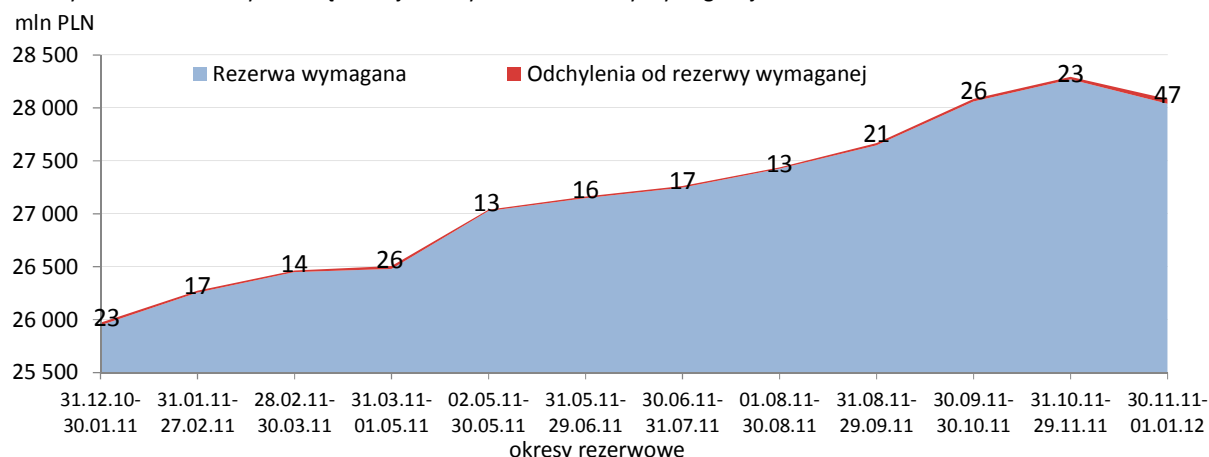
Środki rezerwy obowiązkowej utrzymywane przez banki na rachunkach w NBP były oprocentowane w wysokości 0,9 stopy redyskontowej weksli. Zważywszy na fakt, że stopa redyskontowa – decyzjami Rady – uległa podwyższeniu w trakcie 2011 r. z poziomu 3,75% do 4,75%, średnie oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej wzrosło z 3,38% w 2010 r. do 4,03% w 2011 r.

W 2011 r. we wszystkich okresach rezerwowych utrzymywała się nieznaczna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w porównaniu do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej, która wahała się od 12,7 mln zł w sierpniu do 46,9 mln zł w grudniu. Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w 2011 r. wyniosła 21,3 mln zł, stanowiąc 0,08% przeciętnego poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej (Wykres 3.3).

⁸ Średnie odchylenie stawki POLONIA zostało przeliczone wg jednolitej bazy 365 dni w roku.

Wykres 3.3

Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2011 r.



Źródło: Dane NBP.

Minimalizowaniu różnic pomiędzy rezerwą utrzymywaną a wymaganą w poszczególnych okresach rezerwowych sprzyjało udostępnienie przez NBP instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP (depozyt na koniec dnia, kredyt lombardowy i kredyt techniczny) oraz oprocentowanie środków rezerwy tylko do wysokości rezerwy wymaganej.

W 2011 r. odnotowano jeden przypadek naruszenia obowiązku utrzymania rezerwy obowiązkowej przez bank komercyjny. Wszystkie banki spółdzielcze w 2011 r. utrzymały wymagany poziom rezerwy obowiązkowej.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe (depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy) pełniły rolę instrumentów stabilizujących poziom płynności na rynku międzybankowym i skalę wahań stóp overnight. Operacje te przeprowadzane były z inicjatywy banków komercyjnych, a głównym ich celem było krótkoterminowe uzupełnienie płynności systemu bankowego bądź lokowanie przez banki nadwyżek wolnych środków na okresy jednodniowe w NBP.

Stopa oprocentowania kredytu lombardowego, wyznaczając cenę pozyskania pieniądza w NBP, określała górną granicę wahań stóp overnight na rynku międzybankowym, natomiast stopa depozytowa ograniczała ich zmienność od dołu.

Wykorzystanie kredytu lombardowego w 2011 r. było niewielkie i wyniosło łącznie w skali roku 173,0 mln zł wobec 182,4 mln zł w 2010 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 0,5 mln zł, podobnie jak w roku poprzednim.

Z kolei, łączny poziom depozytów składanych przez banki na koniec dnia wyniósł w 2011 r. 261,1 mld zł i był niższy w stosunku do depozytów złożonych w roku poprzednim o 31,0%. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 711,4 mln zł wobec 1 036,1 mln zł w 2010 r. Najwyższe wykorzystanie tego instrumentu miało miejsce z reguły w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Kredyt techniczny pełni rolę instrumentu ułatwiającego bankom zarządzanie płynnością w ciągu dnia operacyjnego, zapewniając jednocześnie płynność rozrachunku międzybankowego w NBP. Jest to kredyt nieoprocentowany, zabezpieczany dłużnymi papierami wartościowymi, zaciągany i spłacany w tym samym dniu operacyjnym. W 2011 r. dzienne zasilenie banków w płynność za pomocą kredytu technicznego wyniosło pomiędzy 15,4 mld zł a 41,1 mld zł. Wykorzystanie kredytu technicznego wzrosło o 45,5% w stosunku do roku 2010 r.

Kredyt w ciągu dnia w euro to instrument zapewniający płynność rozrachunku w systemach SORBNET–EURO oraz TARGET2-NBP. Kredyt ten, zabezpieczany obligacjami skarbowymi uprzednio zaakceptowanymi przez EBC, był zaciągany i spłacany w ciągu dnia operacyjnego. W 2011 r. dzienne zasilenie banków płynnością operacyjną w euro wahało się w granicach od 2,0 mln euro do 54,5 mln euro (w 2010 r. odpowiednio od 2,3 mln euro do 3,5 mln euro).

Swapy walutowe

Wykorzystując transakcje typu swap walutowy, 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.

Pomimo podtrzymywania przez NBP gotowości do zaoferowania tego rodzaju operacji, w 2011 r., podobnie jak w roku poprzednim, nie występował popyt ze strony sektora bankowego na płynność w walutach obcych, którą bank centralny mógłby udostępnić w formie transakcji typu swap walutowy.

Interwencje walutowe

NBP dokonywał sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote między wrześniem a grudniem 2011 r. Interwencje walutowe były przeprowadzane w warunkach podwyższonej globalnej awersji do ryzyka, powodującej znaczący wzrost zmienności kursów walut krajów gospodarek wschodzących, w tym kursu złotego.

Przeprowadzenie interwencji walutowych było zgodne z realizowaną przez NBP w 2011 r. strategią polityki pieniężnej.

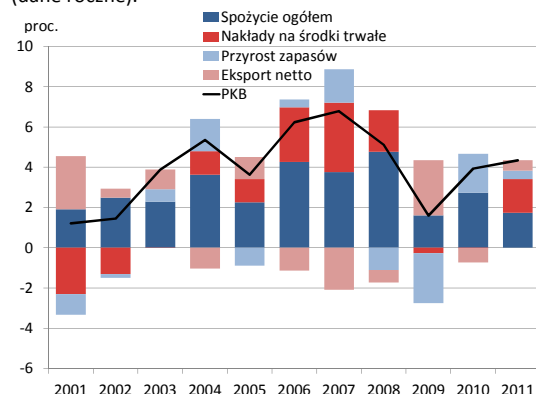
Załącznik 1

PKB I POPYT KRAJOWY

W 2011 r. tempo wzrostu PKB utrzymało się na relatywnie wysokim poziomie (4,3% r/r wobec 3,9% r/r w 2010 r.). Utrzymanie stosunkowo wysokiej dynamiki PKB, przy słabnącym wzroście spożycia ogółem, wynikało z wyraźnego przyspieszenia wzrostu inwestycji, któremu w II połowie 2011 r. towarzyszył dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB (Wykres Z.1.1, Wykres Z.1.2, Tabela Z.1.1).

Wykres Z.1.1

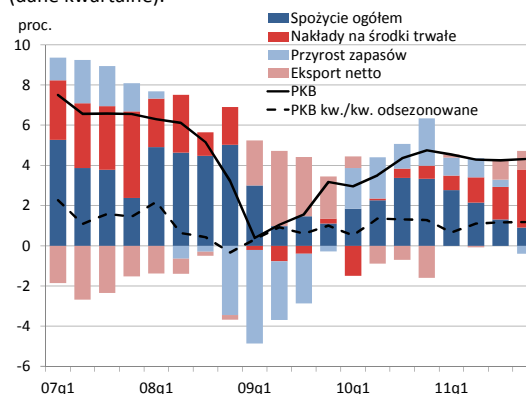
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB (dane roczne).



Źródło: Dane GUS.

Wykres Z.1.2

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB (dane kwartalne).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W 2011 r. stopniowo obniżała się dynamika popytu konsumpcyjnego, co było widoczne zwłaszcza w II połowie roku. W kierunku osłabienia wzrostu spożycia indywidualnego oddziaływała niska dynamika realnych dochodów do dyspozycji, w tym umiarkowana dynamika wynagrodzeń, niski wzrost świadczeń społecznych oraz utrzymująca się na podwyższonym poziomie inflacja, a w II połowie roku także deprecjacja złotego zwiększająca obciążenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów walutowych. Obniżenie dynamiki spożycia indywidualnego mogło być ponadto związane – choć w mniejszym stopniu – ze zmniejszeniem akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych oraz z pogorszeniem się oczekiwań gospodarstw domowych dotyczących przyszłej koniunktury, zwłaszcza w warunkach utrzymywania się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie oraz obniżającej się w II połowie 2011 r. dynamiki zatrudnienia⁹.

⁹ Negatywne nastroje gospodarstw domowych znalazły odzwierciedlenie w utrzymujących się na niskim poziomie wartościach Bieżącego oraz Wypredzającego Wskaźnika Ufności Konsumenckiej GUS. Składowa Wypredzającego Wskaźnika Ufności Konsumenckiej GUS

W 2011 r. istotnie wzrosły nakłady brutto na środki trwałe, przy czym ich dynamika w ciągu roku istotnie przyspieszała. Szybki wzrost inwestycji był wspierany przez wysoką dynamikę inwestycji publicznych, zwłaszcza infrastrukturalnych, do czego przyczyniało się wysokie wykorzystanie funduszy z Unii Europejskiej. W kierunku wzrostu nakładów na środki trwałe oddziaływał również wzrost inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych, a także inwestycji przedsiębiorstw. Dostępne dane wskazują, że dynamika nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w ciągu 2011 r. znacząco wzrosła, co wiązało się ze stosunkowo wysokim stopniem wykorzystania mocy produkcyjnych. Wzrostowi nakładów inwestycyjnych sprzyjała korzystna sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Natomiast utrzymująca się niepewność co do ogólnej sytuacji gospodarczej była czynnikiem zniechęcającym firmy do znaczącej rozbudowy ich potencjału wytwórczego. Znajduje to odzwierciedlenie w dużym udziale inwestycji o charakterze odtworzeniowym w nowo rozpoczynanych projektach inwestycyjnych.

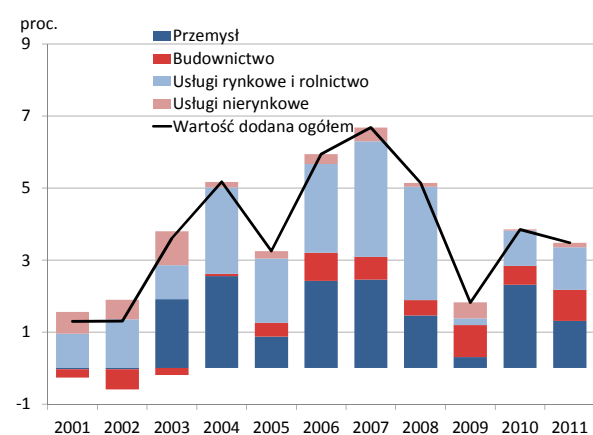
Zmiana stanu zapasów miała dodatni – choć mniejszy niż w 2010 r. – wkład do wzrostu PKB w 2011 r. Trwający od początku 2010 r. cykl odbudowy zapasów zakończył się w II połowie 2011 r., co mogło być związane z nasileniem się obaw o osłabienie wzrostu gospodarczego w strefie euro.

Spożycie publiczne było jedyną główną składową PKB o ujemnej dynamice w 2011 r. Spadek spożycia publicznego był prawdopodobnie związany z ograniczeniem wydatków bieżących sektora finansów publicznych wynikającym z dążenia do zacieśnienia polityki fiskalnej.

W 2011 r. nadal rosły obroty handlowe z zagranicą, choć ich dynamika obniżyła się w porównaniu do 2010 r. Istotny spadek tempa wzrostu importu związany z silną deprecjacją złotego, przy niewielkim osłabieniu dynamiki eksportu w II połowie roku, przełożył się na dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

Wykres Z.1.3

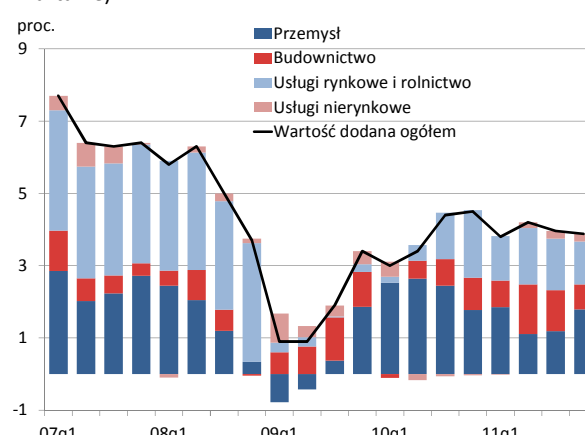
Wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto (dane roczne).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres Z.1.4

Wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto (dane kwartalne).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Dynamika wartości dodanej brutto w 2011 r. utrzymała się na zbliżonym poziomie do odnotowanej w 2010 r. (odpowiednio 4,0% r/r i 3,9% r/r). Wszystkie główne sektory produkcji wniosły dodatnie wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto, przy czym jedynie wkład przemysłu zmniejszył się w porównaniu z 2010 r. Mimo tego obniżenia przemysł nadal miał największy wkład do wzrostu wartości dodanej brutto (1,3 pkt. proc.), nieco niższy – usługi rynkowe i rolnictwo (1,2 pkt. proc.), a wkład budownictwa wyniósł 0,9 pkt. proc. (Wykres Z.1.3, Wykres Z.1.4).

Tabela Z.1. 1

PKB i popyt krajowy.

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dynamika PKB i jego składowych w cenach stałych (w proc.) | | | | | | | | | |
| PKB | 3,9 | 5,3 | 3,6 | 6,2 | 6,8 | 5,1 | 1,6 | 3,9 | 4,3 |
| Popyt krajowy | 2,8 | 6,2 | 2,5 | 7,3 | 8,7 | 5,6 | -1,1 | 4,6 | 3,8 |
| Spożycie | 2,7 | 4,3 | 2,7 | 5,2 | 4,6 | 6,1 | 2,0 | 3,4 | 2,2 |
| Spożycie indywidualne | 2,1 | 4,7 | 2,1 | 5,0 | 4,9 | 5,7 | 2,1 | 3,2 | 3,1 |
| Akumulacja | 3,3 | 14,7 | 1,4 | 16,1 | 24,3 | 4,0 | -11,5 | 9,3 | 10,0 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | -0,1 | 6,4 | 6,5 | 14,9 | 17,6 | 9,6 | -1,2 | -0,2 | 8,5 |
| Eksport | 14,2 | 14,0 | 8,0 | 14,6 | 9,1 | 7,1 | -6,8 | 12,1 | 7,3 |
| Import | 9,6 | 15,8 | 4,7 | 17,3 | 13,7 | 8,0 | -12,4 | 13,9 | 5,9 |
| Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt. proc. | 1,0 | -1,0 | 1,1 | -1,1 | -2,1 | -0,6 | 2,7 | -0,7 | 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 | 102,7 | 102,4 | 100,7 | 101,8 | 102,9 | 104,0 | 99,9 | 101,2 | 101,3 |
| Spożycie | 83,9 | 82,3 | 81,5 | 80,8 | 78,4 | 80,1 | 79,6 | 80,3 | 79,5 |
| Spożycie indywidualne | 64,8 | 63,7 | 62,5 | 61,6 | 59,6 | 60,7 | 60,3 | 60,6 | 60,5 |
| Akumulacja | 18,7 | 20,1 | 19,3 | 21,1 | 24,4 | 23,9 | 20,4 | 21,0 | 21,8 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | 18,2 | 18,1 | 18,2 | 19,7 | 21,6 | 22,3 | 21,2 | 19,9 | 20,3 |
| Eksport | 33,3 | 37,5 | 37,1 | 40,4 | 40,8 | 39,9 | 39,5 | 42,3 | 44,7 |
| Import | 36,0 | 39,8 | 37,8 | 42,2 | 43,6 | 43,9 | 39,4 | 43,5 | 46,0 |
| Eksport netto | -2,7 | -2,4 | -0,7 | -1,8 | -2,9 | -4,0 | 0,1 | -1,2 | -1,3 |

Źródło: Dane GUS i obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

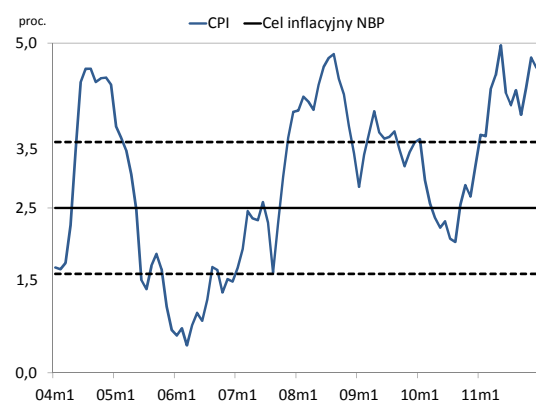
Załącznik 2

CENY TOWARÓW I USŁUG
KONSUMPCYJNYCH

W 2011 r. średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyniósł 4,3%, a więc ukształtował się powyżej celu inflacyjnego NBP określonego na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 pkt proc. We wszystkich miesiącach wskaźnik CPI utrzymywał się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego 3,5% (Wykres Z.2.1, Tabela Z.2.1).

Wykres Z.2.1

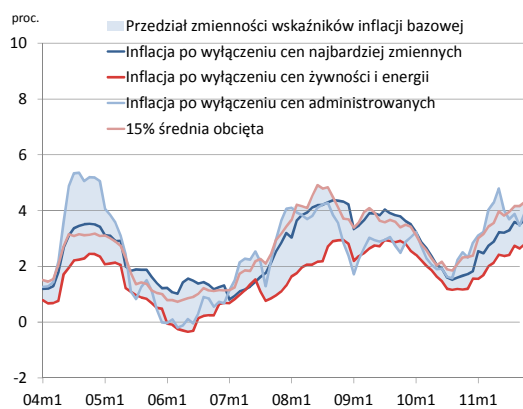
Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego.



Źródło: Dane GUS.

Wykres Z.2.2

Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie w 2011 r. było w głównej mierze spowodowane czynnikami pozostającymi poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, przy dość umiarkowanej presji popytowej. Wśród czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, które znacząco podwyższały inflację w 2011 r. znalazły się przede wszystkim: wysokie ceny surowców rolnych i energetycznych, znaczna deprecjacja złotego związana głównie z istotnym pogorszeniem nastrojów na globalnych rynkach finansowych w II połowie 2011 r. oraz podwyżka stawek podatku VAT¹⁰. Większość wymienionych czynników

¹⁰ Od początku 2011 r. uległy zmianie stawki podatku VAT. Podstawowa stawka VAT wzrosła z 22% do 23%, a stawka 7% została podniesiona do 8%. Jednocześnie przestała obowiązywać obniżona 3% stawka podatku VAT na żywność nieprzetworzoną oraz 7% na żywność przetworzoną. Większość produktów żywnościowych została objęta 5% stawką podatku VAT, pozostałe stawką 8% lub 23%.

oddziaływała również na inflację bazową, która w 2011 r. była – podobnie jak inflacja CPI – wyższa niż rok wcześniej (Wykres Z.2.2).

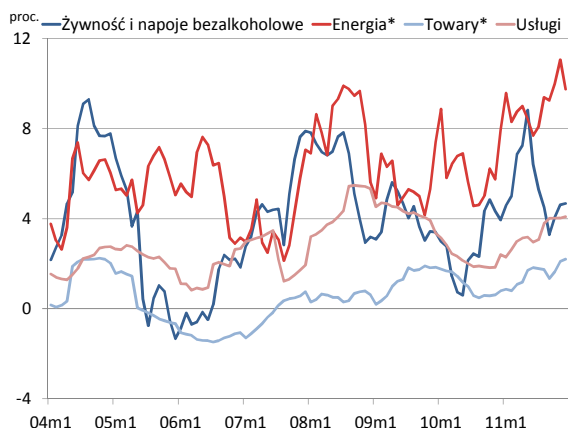
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych odzwierciedla kształtowanie się cen czterech głównych kategorii dóbr: energii, żywności i napojów bezalkoholowych, usług oraz towarów (Wykres Z.2.3, Wykres Z.2.4). W 2011 r. dynamika cen w poszczególnych grupach zmieniała się następująco (kategorie zostały wymienione w kolejności odpowiadającej ich wkładowi do wskaźnika CPI ogółem w 2011 r.):

- Energia – dynamika cen energii w całym 2011 r. kształtowała się na najwyższym od ostatnich 10 lat poziomie. Wysoka dynamika cen energii w znacznym stopniu wynikała z wysokich cen surowców energetycznych na rynkach światowych, w tym zwłaszcza cen ropy naftowej, którym w II połowie roku towarzyszyła istotna deprecjacja złotego dodatkowo podwyższająca ceny surowców wyrażone w złotych. Wysokie ceny surowców przekładały się przede wszystkim na znaczne wzrosty ceny paliw. Do wzrostu cen energii w ciągu 2011 r. przyczyniło się także zatwierdzanie wyższych taryf na energię elektryczną, opał i gaz przez Urząd Regulacji Energetyki. Ceny energii podwyższała również zmiana stawek VAT. W efekcie w 2011 r. średnioroczna dynamika cen energii wyniosła 9,1%, wobec 6,2% w 2010 r.
- Żywność i napoje bezalkoholowe – dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych w 2011 r. była – na tle poprzednich lat – wysoka, choć w ciągu roku podlegała wyraźnym zmianom. Ceny żywności kształtowały się głównie pod wpływem zmian po stronie podaży, przy stosunkowo sztywnym popycie na żywność. Wzrost dynamiki cen żywności w I połowie 2011 r. wynikał przede wszystkim ze złej sytuacji podażowej na rynku zbóż, owoców i warzyw w sezonie gospodarczym 2010/2011. Z kolei, spadek dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych w II połowie 2011 r. był związany głównie z poprawą sytuacji podażowej, zwłaszcza na krajowym rynku rolnym, wraz z początkiem nowego sezonu gospodarczego. W kierunku niższej dynamiki cen żywności w całym 2011 r. oddziaływała zmiana stawek podatku VAT (łączny efekt obniżenia stawki podatku na żywność przetworzoną i podwyższenie stawki podatku na żywność nieprzetworzoną na ceny żywności był ujemny). W 2011 r. średnioroczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych wyniosła 5,4%, wobec 2,7% w 2010 r.
- Usługi – dynamika cen usług w 2011 r. systematycznie rosła, choć kształtowała się na umiarkowanym – w porównaniu z poprzednimi latami – poziomie. Wzrost cen usług był efektem zarówno wzrostu cen, na które wpływ mają decyzje administracyjne (np. wzrost opłat za usługi kanalizacyjne i za zaopatrywanie w wodę, podwyżki cen biletów komunikacji miejskiej i biletów kolejowych), jak i rynkowe (np. wzrost cen usług w zakresie rekreacji i kultury w połowie 2011 r., w tym przede wszystkim opłat w ramach zagranicznej turystyki zorganizowanej). Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki cen usług był wzrost stawek VAT. W 2011 r. średnioroczna dynamika cen usług wyniosła 3,3%, wobec 2,2% w 2010 r.
- Towary – dynamika cen towarów w 2011 r. stopniowo rosła i pozostawała na wysokim – w stosunku do poprzednich lat – poziomie. W kierunku wyższej dynamiki cen towarów od początku 2011 r. oddziaływał wzrost cen towarów akcyzowych (wyrobów tytoniowych), któremu towarzyszyło dalsze ograniczenie spadku cen towarów pozostających pod wpływem konkurencji z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Z kolei w II połowie 2011 r. wzrost dynamiki cen towarów był przede wszystkim spowodowany deprecjacją złotego, co widoczne

było w szybszym wzroście cen towarów wrażliwych na wahania kursu walutowego (np. wyposażenie i konserwacja mieszkania, towary związane z rekreacją i kultura, w szczególności sprzęt elektroniczny, towary związane z higieną). Pod koniec 2011 r. do zwiększenia dynamiki cen towarów przyczynił się także wzrost cen artykułów medycznych wskutek wprowadzenia nowych rozporządzeń dotyczących cen leków refundowanych. Ceny towarów podwyższyła ponadto podwyżka stawek VAT. W 2011 r. średnioroczna dynamika cen towarów wyniosła 1,5%, wobec 1,0% w 2010 r.

Wykres Z.2.3

Roczne tempo zmian cen żywności, energii, towarów i usług.

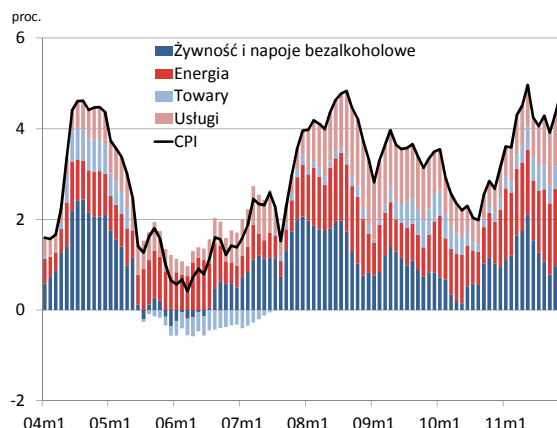


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*Kategoria energia obejmuje nośniki energii (energia elektryczna i ciepła, gaz oraz opał) oraz paliwa silnikowe (do prywatnych środków transportu); kategoria towary nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii.

Wykres Z.2.4

Roczne tempo zmian cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii cen do CPI.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Omawiając kształtowanie się inflacji w 2011 r. warto zaznaczyć, że począwszy od stycznia 2011 r. GUS wprowadził nowe zasady notowań cen towarów sezonowych, co w niektórych miesiącach miało stosunkowo duży wpływ na kształtowanie się wskaźnika CPI¹¹. W szczególności, według szacunków GUS, zmiana sposobu notowań cen towarów sezonowych obniżyła wskaźnik CPI w lutym i marcu o 0,2 pkt. proc., a w czerwcu i lipcu podwyższyła go o 0,3 pkt. proc. W pozostałych miesiącach wpływ zmian metodyki na wskaźnik CPI był mniejszy.

¹¹ 1 stycznia 2011 r. weszło w życie rozporządzenie Komisji (WE) nr 330/2009 z dnia 22 kwietnia 2009 r., które wprowadziło minimalne wymagania dotyczące uwzględniania produktów sezonowych w zharmonizowanym wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych (HICP). Rozporządzenie to nie nakładało obowiązku implementacji tych wymogów do narodowych wskaźników cen, jednak GUS zdecydował się na ich wprowadzenie również przy wyznaczaniu wskaźnika CPI.

Tabela Z.2.1

Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wkład głównych grup do CPI.

| | Wagi 2011 (proc.) | Tempo zmian (r/r, w proc.) | | | | | | | | | | | |
|--|-------------------------|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 2011 | | | | | | | | | | | |
| | | I | II | III | IV | V | VI | VII | VIII | IX | X | XI | XII |
| CPI | 100,0 | 3,6 | 3,6 | 4,3 | 4,5 | 5,0 | 4,2 | 4,1 | 4,3 | 3,9 | 4,3 | 4,8 | 4,6 |
| Inflacja bazowa | 59,1 | 1,6 | 1,7 | 2,0 | 2,1 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,7 | 2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,1 |
| Towary | 30,4 | 0,9 | 0,8 | 1,1 | 1,2 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,3 | 1,6 | 2,1 | 2,2 |
| Usługi | 28,8 | 2,3 | 2,6 | 3,0 | 3,1 | 3,2 | 3,0 | 3,1 | 3,8 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,1 |
| Żywność i napoje bezalkoholowe | 24,0 | 4,6 | 5,0 | 6,8 | 7,2 | 8,8 | 6,4 | 5,3 | 4,5 | 3,3 | 4,1 | 4,6 | 4,7 |
| Przetworzona | 13,2 | 3,9 | 4,9 | 7,5 | 8,1 | 8,2 | 8,1 | 8,2 | 8,1 | 6,5 | 6,3 | 6,4 | 6,7 |
| Nieprzetworzona | 10,8 | 5,5 | 5,1 | 6,0 | 6,3 | 9,6 | 4,4 | 1,8 | 0,1 | -0,8 | 1,2 | 2,4 | 2,2 |
| Energia | 16,9 | 9,6 | 8,3 | 8,7 | 9,0 | 8,4 | 7,7 | 8,1 | 9,4 | 9,3 | 10,0 | 11,1 | 9,8 |
| Nośniki energii | 12,3 | 7,8 | 6,8 | 6,8 | 7,0 | 7,1 | 6,6 | 7,3 | 7,8 | 7,9 | 7,7 | 7,9 | 7,7 |
| Paliwa | 4,6 | 14,3 | 12,4 | 13,9 | 14,2 | 11,9 | 10,4 | 10,0 | 13,5 | 12,9 | 16,1 | 19,4 | 14,9 |
| wg 12 grup COICOP | | | | | | | | | | | | | |
| Żywność i napoje bezalkoholowe | 24,0 | 4,6 | 5,0 | 6,8 | 7,2 | 8,8 | 6,4 | 5,3 | 4,5 | 3,3 | 4,1 | 4,6 | 4,7 |
| Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe | 5,7 | 4,5 | 4,2 | 3,1 | 2,8 | 3,0 | 3,6 | 4,0 | 4,1 | 4,2 | 4,1 | 3,7 | 3,4 |
| Odzież i obuwie | 5,2 | -3,5 | -4,2 | -1,8 | -1,1 | 0,9 | 0,9 | -0,1 | -0,9 | -2,9 | -1,6 | -1,6 | -2,1 |
| Użytkowanie mieszkania i nośniki energii | 20,7 | 6,1 | 5,5 | 5,6 | 5,8 | 6,0 | 5,8 | 6,3 | 6,6 | 6,7 | 6,7 | 6,9 | 6,7 |
| Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom. | 4,9 | 1,2 | 1,5 | 1,8 | 1,7 | 2,0 | 2,2 | 2,3 | 2,5 | 2,5 | 2,7 | 2,9 | 3,0 |
| Zdrowie | 4,8 | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,3 | 4,2 | 4,0 | 6,4 | 8,0 |
| Transport | 9,1 | 7,5 | 6,5 | 7,3 | 7,6 | 6,8 | 6,4 | 6,1 | 7,9 | 7,6 | 9,1 | 10,9 | 9,0 |
| Łączność | 4,5 | -1,5 | -1,1 | -0,8 | -0,8 | -1,9 | -3,6 | -4,0 | 0,6 | 0,6 | 1,0 | 0,8 | 0,8 |
| Rekreacja i kultura | 7,8 | -0,5 | 0,3 | 0,6 | 0,8 | 0,8 | 0,2 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,8 | 1,2 | 1,0 |
| Edukacja | 1,2 | 2,6 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,5 | 2,7 | 2,7 | 5,1 | 5,0 | 5,0 | 4,8 |
| Restauracje i hotele | 6,8 | 3,5 | 3,7 | 4,0 | 4,3 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,4 | 4,4 | 4,3 | 4,4 |
| Inne towary i usługi | 5,2 | 2,5 | 2,7 | 3,2 | 3,3 | 3,3 | 3,4 | 3,5 | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,7 | 3,7 |
| Wkład do CPI (w pkt. proc.) | | | | | | | | | | | | | |
| | Wagi 2011 (proc.) | 2011 | | | | | | | | | | | |
| | | I | II | III | IV | V | VI | VII | VIII | IX | X | XI | XII |
| CPI | 100,0 | 3,6 | 3,6 | 4,3 | 4,5 | 5,0 | 4,2 | 4,1 | 4,3 | 3,9 | 4,3 | 4,8 | 4,6 |
| Inflacja bazowa | 59,1 | 0,9 | 1,0 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,8 |
| Towary | 30,4 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 |
| Usługi | 28,8 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Żywność i napoje bezalkoholowe | 24,0 | 1,1 | 1,2 | 1,6 | 1,7 | 2,1 | 1,5 | 1,3 | 1,1 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,1 |
| Przetworzona | 13,2 | 0,5 | 0,6 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| Nieprzetworzona | 10,8 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 1,0 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 |
| Energia | 16,9 | 1,6 | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,9 | 1,7 |
| Nośniki energii | 12,3 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Paliwa | 4,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 0,7 |
| wg 12 grup COICOP | | | | | | | | | | | | | |
| Żywność i napoje bezalkoholowe | 24,0 | 1,1 | 1,2 | 1,6 | 1,7 | 2,1 | 1,5 | 1,3 | 1,1 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,1 |
| Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe | 5,7 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Odzież i obuwie | 5,2 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Użytkowanie mieszkania i nośniki energii | 20,7 | 1,3 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom. | 4,9 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Zdrowie | 4,8 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,4 |
| Transport | 9,1 | 0,7 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 0,8 |
| Łączność | 4,5 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rekreacja i kultura | 7,8 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Edukacja | 1,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Restauracje i hotele | 6,8 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Inne towary i usługi | 5,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |

Źródło: Dane GUS i obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

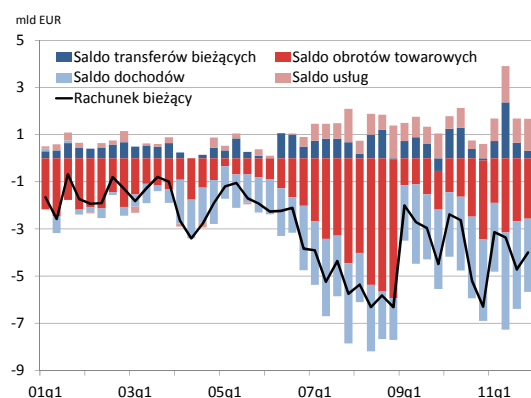
Załącznik 3

BILANS PŁATNICZY

Deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2011 r. obniżył się wobec odnotowanego w 2010 r. z 4,7% PKB do 4,3% PKB. Do zmniejszenia się nierównowagi w obrotach bieżących, pomimo wzrostu deficytu obrotów towarowych i pogłębienia się ujemnego salda dochodów, przyczynił się wzrost nadwyżek w usługach oraz transferach bieżących (Wykres Z.3.1, Wykres Z.3.2, Tabela Z.3.1).

Wykres Z.3.2

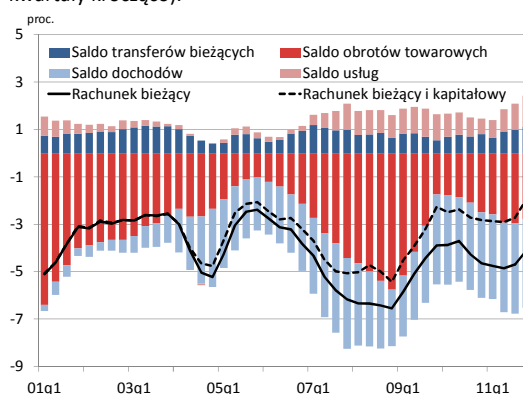
Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

Wykres Z.3.2

Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB (4 kwartały krocząco).



Źródło: Dane NBP.

Po szybkim wzroście obrotów w handlu zagranicznym w 2010 r., w 2011 r. obserwowano stopniowy spadek dynamiki eksportu i importu. Podczas gdy w I połowie 2011 r. import nadal rósł szybciej niż eksport przyczyniając się do pogłębienia deficytu w obrotach towarowych, w II połowie tendencja ta odwróciła się skutkując zmniejszeniem nierównowagi salda towarowego¹². Na kształtowanie się eksportu wpływ miał przede wszystkim popyt zgłaszany przez głównych partnerów handlowych Polski. Popyt ten na początku 2011 r. istotnie wzrastał dzięki utrzymującej się na wysokim poziomie aktywności gospodarczej w Niemczech, a następnie zaczął stopniowo osłabiać się na skutek spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro (w tym w Niemczech) i jej otoczeniu. W II połowie 2011 r. w kierunku osłabienia spadku dynamiki eksportu oddziaływała istotna deprecjacja kursu złotego. Z kolei import był głównie zależny od wielkości popytu na dobra pośrednie krajowego sektora eksportowego, skali odbudowy zapasów oraz wielkości konsumpcji prywatnej. Ponieważ wymienione czynniki wspierające import osłabły, zwłaszcza w II połowie roku (spowolnienie

¹² W załączniku 3 analizowane są dane bilansu płatniczego wyrażone w euro i dotyczą obrotów towarowych. Zarówno wielkości importu i eksportu, jak i tendencje ich zmian różnią się w porównaniu do podawanych w rachunkach narodowych.

aktywności eksportowej, obniżenie dynamiki konsumpcji prywatnej, a także zakończenie cyklu odbudowy zapasów), a równocześnie nastąpiła znacząca deprecjacja kursu złotego, dynamika importu istotnie się obniżyła.

W 2011 r. do zwiększenia się deficytu obrotów towarowych przyczyniało się pogorszenie *terms-of-trade*. Wzrost relatywnych cen importu względem cen eksportu związany był z wysokimi cenami surowców energetycznych na rynkach światowych, którym w II połowie 2011 r. towarzyszyła deprecjacja kursu złotego.

W kierunku wzrostu deficytu obrotów bieżących w 2011 r. oddziaływało również pogłębienie się ujemnego salda dochodów. O wielkości deficytu zdecydowała dobra sytuacja finansowa polskich przedsiębiorstw skutkująca wysokimi kwotami dywidend i reinwestowanych zysków zagranicznych inwestorów bezpośrednich, a także znacznymi dochodami wypłacanymi z tytułu inwestycji portfelowych i pozostałych (obejmujących w szczególności kredyty handlowe).

Do poprawy salda obrotów bieżących przyczynił się natomiast wzrost nadwyżek usług i transferów bieżących. Na zwiększenie się nadwyżki obrotów usługami w 2011 r. złożyła się równoczesna poprawa salda podróży zagranicznych oraz salda usług transportowych. Z kolei wzrost nadwyżki transferów bieżących był spowodowany zwiększeniem nadwyżki transferów rządowych, których głównym elementem był napływ netto środków z Unii Europejskiej, przy niewielkim spadku dodatniego salda transferów prywatnych związanym ze zmniejszeniem przekazów zarobków z zagranicy.

Tabela Z.3. 1

Główne pozycje bilansu płatniczego (w mln EUR).

| Bilans płatniczy | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Rachunek bieżący | -5 856 | -10 425 | -19 245 | -23 799 | -12 152 | -16 493 | -15 917 |
| Saldo obrotów towarowych | -2 508 | -5 829 | -13 827 | -20 928 | -5 427 | -8 893 | -10 112 |
| Saldo usług | 585 | 582 | 3 441 | 3 475 | 3 427 | 2 334 | 4 341 |
| Saldo dochodów | -5 490 | -7 728 | -11 928 | -8 685 | -11 828 | -12 779 | -14 443 |
| Saldo transferów bieżących | 1 557 | 2 550 | 3 069 | 2 339 | 1 676 | 2 845 | 4 297 |
| Rachunek kapitałowy | 786 | 1 666 | 3 418 | 4 068 | 5 080 | 6 453 | 8 063 |
| Rachunek finansowy | 12 151 | 10 586 | 27 621 | 25 924 | 24 597 | 28 529 | 19 800 |
| Polskie inwestycje bezpośrednie za granicą | -2 792 | -7 137 | -4 020 | -3 072 | -3 335 | -4 149 | -3 722 |
| Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce | 8 330 | 15 741 | 17 242 | 10 128 | 9 343 | 6 696 | 10 340 |
| Inwestycje portfelowe - aktywa | -2 008 | -3 685 | -4 606 | 1 701 | -1 009 | -786 | 477 |
| Inwestycje portfelowe - pasywa | 11 797 | 1 485 | -20 | -3 655 | 11 303 | 20 041 | 10 890 |
| Pozostałe inwestycje - aktywa | -2 181 | -3 137 | -1 321 | 4 039 | 3 911 | -2 994 | -2 099 |
| Pozostałe inwestycje - pasywa | -1 132 | 7 868 | 21 804 | 17 527 | 5 681 | 10 048 | 4 351 |
| Pochodne instrumenty finansowe | 137 | -549 | -1 458 | -744 | -1 297 | -327 | -437 |
| Saldo błędów i opuszczeń | -627 | 204 | -2 414 | -8 621 | -7 111 | -6 995 | -7 252 |
| Oficjalne aktywa rezerwowe | -6 454 | -2 031 | -9 380 | 2 428 | -10 414 | -11 494 | -4 694 |

Źródło: Dane NBP.

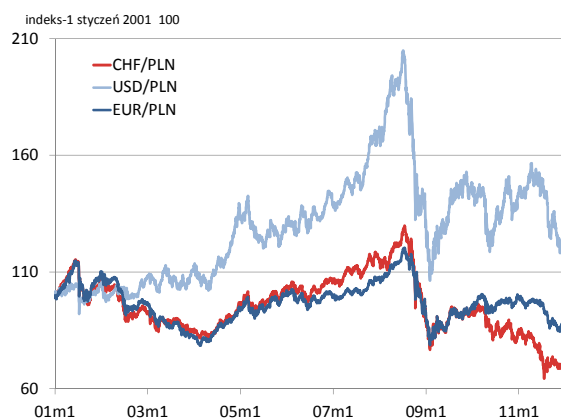
Wzrost wydatków inwestycyjnych współfinansowanych ze środków z Unii Europejskiej znalazł odzwierciedlenie w zwiększonej kwocie przychodów na rachunku kapitałowym i w 2011 r. doprowadził do wzrostu nadwyżki na tym rachunku do 2,2% PKB wobec 1,8% PKB w 2010 r.

Zgodnie z danymi z rachunku finansowego bilansu płatniczego wielkość polskich inwestycji bezpośrednich za granicą pozostała zbliżona do odnotowanej w 2010 r. Z kolei wartość zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce wzrosła w stosunku do 2010 r., a w efekcie w 2011 r. zwiększył się stopień pokrycia łącznego deficytu na rachunku bieżącym i kapitałowym napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Mimo wzrostu napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych nadwyżka na rachunku finansowym zmniejszyła się do 5,4% PKB wobec 8,0% PKB w 2010 r., na co złożył się spadek salda inwestycji portfelowych oraz pozostałych inwestycji.

W 2011 r. kurs złotego osłabił się wobec głównych walut (o 12,0% wobec euro, o 12,5% wobec dolara amerykańskiego oraz o 17,5% wobec franka szwajcarskiego (Wykres Z.3.3)¹³). W efekcie, nominalny efektywny kurs złotego (NEER) osłabił się w 2011 r. o 11,4%¹⁴. W warunkach podwyższonej inflacji na świecie i w Polsce (zarówno biorąc pod uwagę ceny dóbr konsumpcyjnych, jak i ceny producenta), zmiany realnego efektywnego kursu walutowego (REER) w 2011 r. wynikały głównie ze zmian kursu nominalnego. W związku z tym, REER deflowany wskaźnikiem CPI uległ deprecjacji o 9,1%, a REER deflowany wskaźnikiem PPI – o 11,5% (Wykres Z.3.4).

Wykres Z.3.3

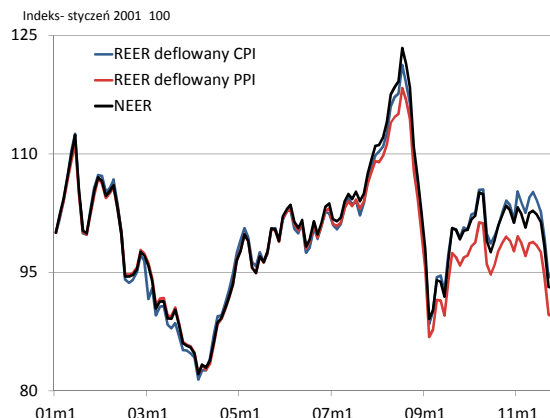
Nominalny kurs złotego względem głównych walut.



Źródło: Dane EcoWin.
Wzrost oznacza aprecjację.

Wykres Z.3.4

Realny i nominalny kurs walutowy.



Źródło: Dane Eurostatu, OECD, Reuters, obliczenia NBP.
Wzrost oznacza aprecjację.

Na kształtowanie się kursu złotego w 2011 r. – podobnie jak wielu innych walut rynków wschodzących – wpływały głównie czynniki o charakterze globalnym, w tym przede wszystkim zmiany awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. W I kw. 2011 r. kurs złotego pozostawał relatywnie stabilny, przy niewielkiej deprecjacji w marcu związanej ze wzrostem niepewności na globalnych rynkach finansowych w następstwie katastrofy naturalnej w Japonii. W następnych miesiącach wzrost globalnej awersji do ryzyka związany z nasileniem się obaw o wypłacalność niektórych krajów strefy euro, przełożył się na osłabienie złotego. Jednocześnie kolejne podwyżki stóp procentowych NBP oraz rozpoczęcie wymiany części środków z Unii Europejskiej przez Ministerstwo Finansów na rynku walutowym oddziaływały w kierunku umocnienia kursu walutowego. Ponowny wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych związany z narastającymi obawami o skutki kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, znalazł odzwierciedlenie w silnej deprecjacji złotego w II połowie 2011 r. Oprócz czynników globalnych, na skalę deprecjacji złotego mogły również wpływać relatywnie silne powiązania gospodarcze i finansowe Polski ze strefą euro. Pod wpływem wskazanych

¹³ Zmiana roczna liczona jako zmiana średniego kursu w grudniu 2011 r. wobec średniego kursu w grudniu 2010 r.

¹⁴ Kurs w grudniu 2011 r. wobec grudnia 2010 r.

czynników kurs złotego charakteryzował się relatywnie dużą zmiennością, szczególnie w II połowie 2011 r. W celu zmniejszenia tej zmienności NBP w okresie wrzesień-grudzień 2011 r. kilkakrotnie interweniował na rynku walutowym.

W 2011 r. poprawiła się większość wskaźników obrazujących nierównowagę zewnętrzną polskiej gospodarki. Oprócz zmniejszenia deficytu obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB oraz istotnego wzrostu pokrycia tego deficytu napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w szczególności poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski oraz nieznacznie zwiększył się wskaźnik pokrycia krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego oficjalnymi aktywami rezerwowymi (Tabela Z.3.2).

Tabela Z.3. 2

Wybrane wskaźniki stabilności zewnętrznej.

| Wskaźnik stabilności zewnętrznej | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Saldo obrotów bieżących/PKB (%) | -2,4 | -3,8 | -6,2 | -6,6 | -3,9 | -4,7 | -4,3 |
| Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (%) | -2,1 | -3,2 | -5,1 | -5,4 | -2,3 | -2,8 | -2,1 |
| Saldo obrotów towarowych/PKB (%) | -1,1 | -2,1 | -4,4 | -5,8 | -1,7 | -2,5 | -2,7 |
| Saldo obrotów bieżących/wpływy na rachunek bieżący (%) | -5,8 | -8,4 | -13,6 | -14,9 | -9,0 | -10,1 | -8,8 |
| Zagraniczne inwestycje bezpośrednie/saldo obrotów bieżących (%) | 142,2 | 151,0 | 89,6 | 42,6 | 76,9 | 40,6 | 65,0 |
| Zagraniczne inwestycje bezpośrednie/saldo obrotów bieżących i kapitałowych(%) | 164,3 | 179,7 | 108,9 | 51,3 | 132,1 | 66,7 | 131,7 |
| Zadłużenie zagraniczne/PKB (%) | 45,9 | 47,4 | 50,9 | 47,9 | 62,5 | 66,6 | 67,5 |
| Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług | 4,7 | 3,8 | 3,9 | 3,3 | 5,3 | 5,4 | 5,3 |
| Zadłużenie krótkoterminowe/ zadłużenie zagraniczne ogółem (%) | 20,4 | 20,4 | 26,1 | 26,9 | 25,0 | 24,3 | 22,4 |
| Zadłużenie krótkoterminowe/ oficjalne aktywa rezerwowe (%) | 63,6 | 71,3 | 92,6 | 106,0 | 88,0 | 81,8 | 73,7 |
| Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (%) | -44,2 | -46,4 | -52,8 | -47,6 | -61,9 | -64,5 | -59,4 |

Źródło: Dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Załącznik 4

PIENIĄDZ I KREDYT

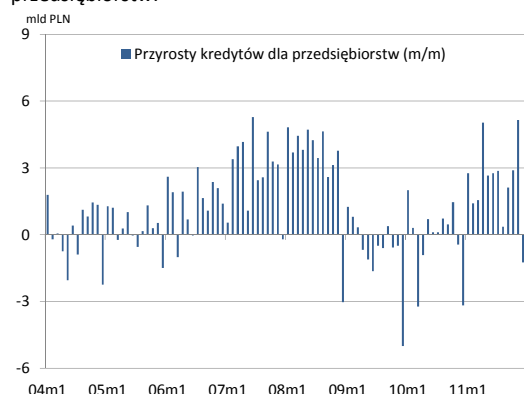
W 2011 r. nastąpił wzrost kredytu, zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla gospodarstw domowych. Stan kredytów udzielonych przedsiębiorstwom – po obniżeniu się w 2009 i 2010 r. – istotnie wzrósł. Z kolei akcja kredytowa dla gospodarstw domowych zwiększyła się w podobnej skali co w 2010 r.

Na wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w 2011 r. złożył się zarówno wzrost kredytów o charakterze bieżącym, jak również wzrost kredytów inwestycyjnych i na nieruchomości, co można wiązać z ożywieniem działalności inwestycyjnej firm, szczególnie wyraźnym w II połowie roku. (Wykres Z.4.1, Wykres Z.4.2). W całym 2011 r. wzrost zadłużenia małych i średnich firm był silniejszy niż w dużych przedsiębiorstwach, mniej uzależnionych od zewnętrznych źródeł finansowania.

Zwiększenie akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw w 2011 r. nastąpiło pomimo pewnego wzrostu oprocentowania kredytów dla firm (o 0,7 pkt. proc.)¹⁵. Wzrost ten odzwierciedlał podwyżki stóp procentowych NBP, których wpływ na oprocentowanie kredytów był jednak łagodzony spadkiem marż banków względem 2010 r. W efekcie wzrost oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw był nieco mniejszy niż łączna skala podwyżek stóp NBP w 2011 r.

Wykres Z.4.3

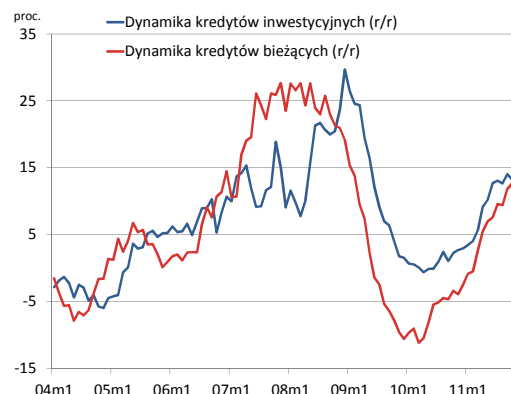
Miesięczne przyrosty nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres Z.4.2

Dynamika kredytów inwestycyjnych i bieżących.



Źródło: Dane NBP.

W I-III kw. 2011 r., zgodnie z deklaracjami banków, zmiany kryteriów udzielania kredytów dla przedsiębiorstw były niewielkie, jednocześnie banki łagodziły warunki kredytowania, co obok

¹⁵ Wzrost oprocentowania to zmiana oprocentowania nowych umów w grudniu 2011 r. wobec grudnia 2010 r.

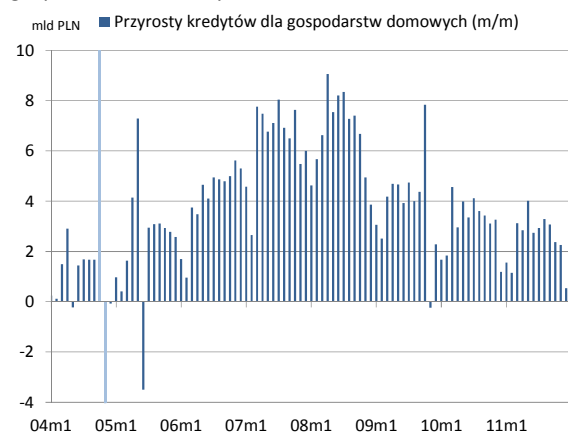
obniżenia marż widoczne było w zwiększeniu maksymalnej kwoty kredytu i wydłużeniu maksymalnego okresu kredytowania. W IV kw. banki nieznacznie zaostrzyły politykę kredytową w stosunku do sektora przedsiębiorstw uzasadniając to podwyższonym ryzykiem co do przewidywanej sytuacji gospodarczej.

W 2011 r. relatywnie szybko rosły kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych, choć ich wzrost stopniowo spowalniał (Wykres Z.4.3 i Z.4.4). W 2011 r. większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych, co przekładało się na systematyczny wzrost udziału kredytów złotych w kredytach mieszkaniowych ogółem i oddziaływało w kierunku wzrostu efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

W 2011 r. – podobnie jak w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw – oprocentowanie kredytów mieszkaniowych wzrosło nieco mniej niż łączna skala podwyżek stóp procentowych NBP (o 0,8 pkt. proc.). Było to również spowodowane obniżeniem marż przez banki.

Wykres Z.4.3

Miesięczne przyrosty nowych kredytów złotych dla gospodarstw domowych.

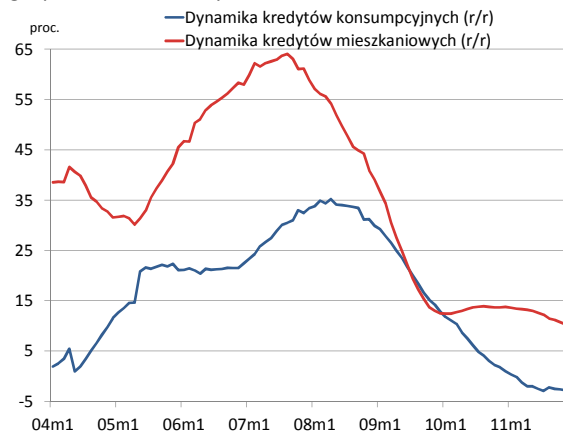


Źródło: Dane NBP.

*Przyrosty zaznaczone jaśniejszym kolorem były istotnie zakłócone przez czynnik jednorazowy (w październiku i listopadzie 2004 r. na zmianę stanu kredytów silnie wpłynęły finansowane kredytem zapisy – a następnie – redukcja ofert na akcje PKO BP oraz Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych). Ze względu na przyjętą skalę przyrosty te nie są w całości pokazane na wykresie.

Wykres Z.4.4

Dynamika kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Mimo obniżenia marż, zgodnie z deklaracjami banków, w całym 2011 r. banki zaostrzały politykę kredytową w segmencie kredytów mieszkaniowych, przy czym zaostrzono zarówno kryteria kredytowe, jak i warunki kredytowania. W 2011 r. zwiększono w szczególności wymagania dotyczące zabezpieczeń oraz zaostrzono procedury oceny zdolności kredytowej w związku z wprowadzeniem zapisów Rekomendacji T oraz nowych zapisów Rekomendacji S¹⁶. Zaostrzenie polityki kredytowej w zakresie kredytów mieszkaniowych miało także związek z ryzykiem związanym z przyszłą sytuacją gospodarczą oraz niekorzystnymi prognoząmi sytuacji na rynku mieszkaniowym.

¹⁶ Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych została przyjęta 23 lutego 2010 r. Jej zapisy były stopniowo wprowadzane przez sektor bankowy, a w całości zaczęły obowiązywać po upływie 10 miesięcy od jej przyjęcia.

Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi finansującymi nieruchomości oraz zabezpieczonymi hipotecznie, która zastąpiła Rekomendację S (II), została przyjęta 25 stycznia 2011 r. Jej zapisy były stopniowo wprowadzane przez sektor bankowy, a w całości zaczęły obowiązywać od 1 stycznia 2012 r.

W 2011 r. obniżał się stan zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych. Przyczyniło się do tego zaostrzenie kryteriów kredytowych w tym segmencie w 2010 r., które było związane przede wszystkim z wprowadzeniem przez banki zaleceń Rekomendacji T oraz z pogorszeniem się jakości portfela tych kredytów w latach 2009-2010. Spadek zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych nastąpił pomimo deklarowanego przez banki łagodzenia większości warunków kredytowania w 2011 r., w tym istotnego spadku marż. Spadek marż spowodował, że w całym 2011 r. wzrost oprocentowania kredytów konsumpcyjnych wyniósł jedynie 0,3 pkt. proc., tj. był znacząco mniejszy niż łączna skala podwyżek stóp procentowych NBP.

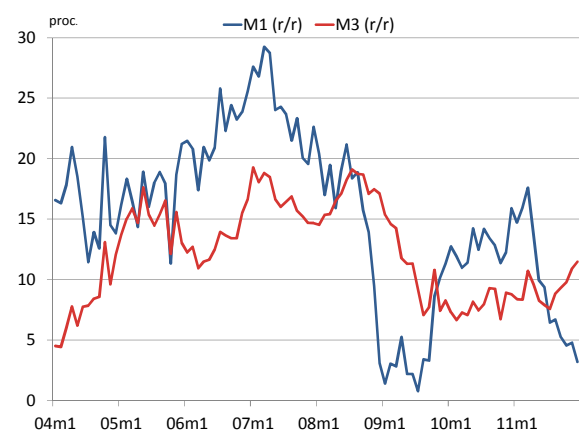
W I połowie 2011 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza (M3) pozostało zbliżone do dynamiki nominalnego PKB, zaś w II połowie 2011 r. dynamika agregatu M3 przyspieszyła i pod koniec roku była wyższa od dynamiki nominalnego PKB. Po okresie relatywnie wysokich wzrostów, począwszy od lipca 2011 r. bardziej płynne składowe agregatu M3 zaliczane do agregatu M1 rosły wolniej niż szeroki pieniądz (Wykres Z.4.5).

Depozyty przedsiębiorstw w 2011 r. istotnie wzrosły, a ich dynamika wyraźnie przyspieszyła pod koniec roku (Wykres Z.4.6). Szybkiemu wzrostowi depozytów firm w 2011 r. sprzyjała dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz wzrost oprocentowania depozytów dla przedsiębiorstw (o 1,3 pkt. proc. w 2011 r.), przewyższający wzrost stóp procentowych NBP. Jednocześnie, ożywienie działalności inwestycyjnej firm oddziaływało w kierunku ograniczenia przyrostu depozytów.

W 2011 r. również depozyty gospodarstw domowych istotnie się zwiększyły, a tempo ich wzrostu stopniowo przyspieszało (Wykres Z.4.6). Do przyspieszenia wzrostu depozytów przyczynił się wzrost oprocentowania nowych depozytów złotych (o 1,2 pkt. proc.) oraz spadki cen aktywów finansowych, w tym cen akcji (szczególnie silne w sierpniu 2011 r.), które sprzyjały przeniesieniu części oszczędności gospodarstw domowych z bardziej ryzykownych aktywów finansowych na depozyty.

Wykres Z.4.5

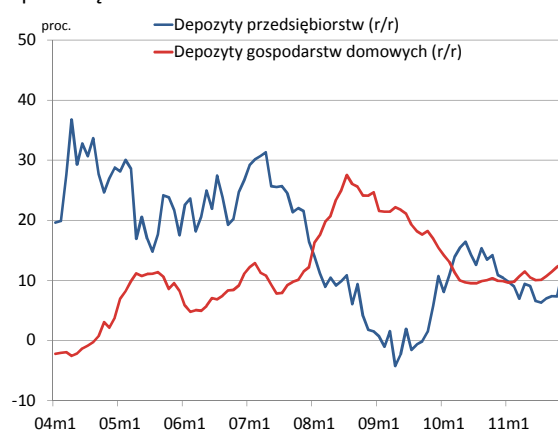
Roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

Wykres Z.4.6

Dynamika depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Załącznik 5

OPISY DYSKUSJI NA POSIEDZENIACH DECYZYJNYCH RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2011 R.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 19 stycznia 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym o kształtowaniu się cen surowców i sytuacji na rynkach finansowych, oraz o perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano, że choć w wielu krajach istotnie rośnie inflacja CPI, wzrostowi gospodarczemu na świecie towarzyszy nadal niska inflacja bazowa. Zwracano uwagę, że mimo utrzymującego się ryzyka pojawienia się kolejnych zaburzeń w globalnej gospodarce, dotychczasowe ożywienie aktywności w największych gospodarkach rozwiniętych – niezbyt silne – wydaje się stosunkowo trwałe. Jednocześnie, według części członków Rady, maleją wcześniejsze obawy o znaczące spowolnienie wzrostu w najważniejszych gospodarkach wschodzących.

Analizując sytuację w strefie euro, część członków Rady wskazywała, że ożywienie aktywności w tej gospodarce jest stosunkowo słabe i następuje przy wciąż wysokim bezrobociu. Zdaniem tych członków Rady, w krótkim okresie, w kierunku obniżenia dynamiki PKB w krajach strefy euro może oddziaływać zapowiedziane ograniczanie skali nierównowagi fiskalnej. Członkowie ci podkreślali, że silne uzależnienie polskiej gospodarki od koniunktury w Niemczech może oznaczać, iż wraz z oczekiwanym w 2011 r. pewnym osłabieniem wzrostu PKB w Niemczech obniżeniu może także ulec dynamika PKB w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że kształtowanie się koniunktury w Wielkiej Brytanii, gdzie następuje istotne zacieśnienie polityki fiskalnej, może świadczyć o ograniczonej skali negatywnych – w krótkim okresie – skutków konsolidacji fiskalnej dla wzrostu gospodarczego. Ponadto, zdaniem tych członków Rady oczekiwana dobra koniunktura u głównych partnerów handlowych Polski, w tym w Niemczech, gdzie wzrost PKB ma się utrzymać powyżej wieloletniej średniej, oraz dalsze ożywienie aktywności w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, będą podtrzymywały wzrost polskiego eksportu i – w konsekwencji – PKB.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, wskazywano na dalszy wzrost cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali, że tendencja ta jest w znacznym stopniu związana z czynnikami długookresowymi, tj. z rosnącym popytem, zwłaszcza

krajów wschodzących, przy ograniczonym w perspektywie kilku najbliższych lat wzroście podaży. Do podwyższenia cen niektórych surowców przyczyniają się także niekorzystne warunki klimatyczne w niektórych krajach oraz rosnąca produkcja biopaliw. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych, w połączeniu z poprawą nastrojów na rynkach finansowych, sprzyja zwiększonej działalności spekulacyjnej na rynkach surowcowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na próby ograniczenia skali tej działalności przez amerykańskie instytucje nadzorcze.

Rozważając kwestię właściwej reakcji polityki pieniężnej na silne wzrosty cen na światowych rynkach surowców, część członków Rady przywoływała doświadczenia kryzysów naftowych z lat 70. XX wieku. Podkreślali oni, że krajom, które zdecydowały się wówczas prowadzić stosunkowo restrykcyjną politykę makroekonomiczną udało się utrzymać inflację na relatywnie niskim poziomie. Zdaniem tych członków Rady, choć szoki surowcowe mają charakter zewnętrzny należy je brać pod uwagę przy kształtowaniu krajowej polityki pieniężnej, aby nie dopuścić do utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że wzrost światowych cen surowców przekłada się obecnie na wzrost inflacji w większości krajów.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na ogromną skalę ekspansji fiskalnej w największych gospodarkach rozwiniętych, która – przy ograniczonej możliwości jej zmniejszenia – będzie dodatkowym czynnikiem mogącym zwiększyć inflację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki w dłuższym okresie.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego członkowie Rady wskazywali, że dane o PKB w III kw. ub.r., miesięczne dane o aktywności gospodarczej w IV kw. 2010 r. oraz wskaźniki koniunktury w styczniu 2011 r. świadczą o utrwalaniu się relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce. Podkreślano, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB może zacząć prowadzić do stopniowego nasilenia krajowej presji inflacyjnej, mimo że dynamika PKB nie będzie prawdopodobnie przekraczać wieloletniej średniej.

Część członków Rady zwracała uwagę na relatywnie wysoką dynamikę spożycia indywidualnego, którego dalszy wzrost może być wspierany przez rosnące zatrudnienie. Zdaniem tych członków Rady, zwiększeniu konsumpcji może również sprzyjać wysoka dynamika kredytu mieszkaniowego dla gospodarstw domowych, która przekracza tempo wzrostu dochodów do dyspozycji możliwe do osiągnięcia bez ryzyka wzrostu inflacji. Członkowie ci wskazywali również, że stosunkowo wysokie i rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz bardzo dobre wyniki finansowe firm, zwłaszcza dużych, stosujących kapitałochłonne technologie, powinny przyczynić się do ożywienia inwestycji. Korzystne perspektywy dla popytu sektora prywatnego, w połączeniu z dobrą koniunkturą za granicą powinny – zdaniem tych członków Rady – sprzyjać stosunkowo szybkiemu wzrostowi PKB.

Inni członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem niepewności co do skali dalszego ożywienia jest wciąż wysokie i rosnące w ostatnich miesiącach 2010 r. bezrobocie, które może ograniczać wzrost konsumpcji prywatnej. Według tych członków Rady, brak ożywienia akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw i możliwe zaostrenie polityki kredytowej banków w efekcie pogorszenia się ich portfeli kredytowych mogą oddziaływać w kierunku obniżenia inwestycji przedsiębiorstw, zwłaszcza małych i średnich. Ponadto wskazywano, że nadal należy liczyć się z ryzykiem osłabienia krajowego

wzrostu gospodarczego w przypadku wystąpienia silnych zaburzeń, związanych zwłaszcza z dużą nierównowagą fiskalną w części krajów strefy euro.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że możliwe wypychanie przez kredyt dla gospodarstw domowych innych rodzajów działalności banków, w tym finansowania przez nie inwestycji przedsiębiorstw, oraz relatywnie słaby kurs złotego, który m.in. zwiększa koszty importu dóbr kapitałowych, mogą oddziaływać w kierunku obniżania się potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Członkowie ci argumentowali, że negatywny wpływ na dynamikę produktu potencjalnego może mieć także ograniczenie części kapitałowej systemu emerytalnego. Inni członkowie Rady oceniali, że zmiany dotyczące podziału składek w systemie emerytalnym nie będą negatywnie oddziaływać ani na tempo wzrostu PKB, ani na dynamikę produktu potencjalnego.

Dyskutując na temat inflacji wskazywano, że – zgodnie z oczekiwaniami – inflacja CPI w grudniu 2010 r. wzrosła do poziomu 3,1%, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Część członków Rady podkreślała przy tym, że choć w najbliższych miesiącach prawdopodobny jest dalszy wzrost wskaźnika CPI na skutek działania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, takich jak podwyżka większości stawek VAT, to w drugiej połowie roku można oczekiwać obniżenia się inflacji. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że wzrost inflacji w grudniu 2010 r. związany był częściowo ze wzrostem inflacji bazowej, a dostępne prognozy wskazują, że w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej inflacja CPI utrzyma się powyżej celu inflacyjnego. Członkowie ci podkreślali, że ryzykiem dla stabilności cen jest wzrost światowych cen surowców. Przekłada się on na zwiększenie kosztów produkcji, co jest widoczne w wysokiej dynamice PPI. Kontynuacja ożywienia aktywności w polskiej gospodarce, w połączeniu z rosnącą inflacją za granicą – zdaniem tych członków Rady – będą ułatwiać przedsiębiorcom przenoszenie rosnących kosztów na ceny konsumenta. Członkowie Rady zgadzali się, że ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie jest zwiększane przez istotny wzrost pod koniec 2010 r. oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych i przedsiębiorstw, któremu towarzyszyło podwyższenie prognoz inflacji przez analityków sektora finansowego.

Analizując wpływ podwyżki stawek VAT na kształtowanie się inflacji, część członków Rady oceniała, że będzie on niewielki i przejściowy, gdyż w przypadku niektórych dóbr podwyżka stawek VAT zostanie skompensowana obniżką marż. Inni członkowie Rady wskazywali, że jeżeli – zgodnie ze wstępnymi szacunkami – podwyżka stawek VAT będzie miała największy wpływ na ceny transportu drogowego, to jej wtórne efekty inflacyjne mogą okazać się silniejsze niż wcześniej oceniano. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że silniejsze przełożenie się podwyżki stawek VAT na inflację może również wynikać z efektu psychologicznego, skutkującego wzrostem oczekiwań inflacyjnych.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymywanie się relatywnie wysokiej stopy bezrobocia oraz spadek jednostkowych kosztów pracy w III kw. 2010 r., co oddziałuje w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego nasilą się żądania płacowe pracowników oraz zmniejszy się odporność przedsiębiorstw na te żądania. Skala żądanych podwyżek może być dodatkowo zwiększana przez utrzymywanie się podwyższonej inflacji. Z kolei zmniejszać odporność przedsiębiorstw na żądania płacowe mogą – obok zwiększonej rotacji pracowników – bardzo dobre

wyniki finansowe firm, zwłaszcza surowcowych, w których siła związków zawodowych jest stosunkowo duża.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych w polskiej gospodarce, członkowie Rady uznali, że utrwalanie się ożywienia gospodarczego za granicą oraz przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce, w połączeniu z dalszym silnym wzrostem światowych cen surowców i podwyższeniem oczekiwań inflacyjnych, zwiększają ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. W ocenie Rady wymaga to zacieśnienia polityki pieniężnej i – biorąc pod uwagę pewną poprawę nastrojów na rynkach finansowych – powinno ono nastąpić na bieżącym posiedzeniu Rady. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mniejsza niż w przeszłości wrażliwość kursu złotego na dysparytet stóp procentowych zwiększałaby koszty ewentualnej zbyt późnej reakcji banku centralnego na presję inflacyjną.

Większość członków Rady uznała, że podwyższenie stóp procentowych na styczniowym posiedzeniu jest początkiem procesu stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, którego skala i tempo będą uzależnione od napływających danych dotyczących przebiegu procesów makroekonomicznych. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że obecnie trudno ocenić czy konieczne będzie dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków, Rada powinna uwzględniać w swoich decyzjach m.in. politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego, który może rozpocząć podwyższanie stóp procentowych dopiero w drugiej połowie 2011 r.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 marca 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, sytuacji na krajowym rynku pracy oraz w otoczeniu polskiej gospodarki.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, wskazywano, że wzrost PKB w br. utrzyma się najprawdopodobniej na poziomie zbliżonym do ub.r. Część członków Rady zwracała uwagę na brak wyraźnego ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Podkreślali oni, że przy obecnym tempie wzrostu gospodarczego ryzyko pojawienia się silnych nierównowag makroekonomicznych jest ograniczone. Członkowie ci zwracali także uwagę, że dane napływające w ostatnim okresie z gospodarki zwiększają niepewność dotyczącą krótkookresowych perspektyw wzrostu PKB. Wskazywali oni w szczególności na dalszy wzrost stopy bezrobocia (po skorygowaniu o czynniki sezonowe), relatywnie niską dynamikę produkcji budowlano-montażowej, osłabienie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej w styczniu br., pogorszenie się niektórych wskaźników koniunktury, a także wyraźnie niższy niż w analogicznych okresach lat ubiegłych przyrost kredytu.

Jednocześnie wskazywano jednak, że na kształtowanie się wielu danych w grudniu ub.r. i styczniu br. mogły znacząco wpływać czynniki jednorazowe (ekonomiczne i statystyczne), co utrudnia ich ocenę. W tym kontekście część członków Rady oceniała, że niska dynamika produkcji budowlano-montażowej była związana przede wszystkim z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi i nie

stanowi negatywnego sygnału dla ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Podobnie, zdaniem tych członków Rady, osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej nie wskazuje na ryzyko silnego spowolnienia wzrostu spożycia indywidualnego, gdyż było ono związane głównie ze spadkiem sprzedaży samochodów, do którego przyczyniło się zniesienie odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową od 2011 r. Wskazywali oni jednocześnie, że przesunięcie zakupów samochodów z 2011 r. na 2010 r. zwiększyło dynamikę popytu krajowego, ale jednocześnie pogorszyło wkład eksportu netto do PKB.

Odnosząc się do wzrostu PKB w latach 2012-2013, wskazywano, że w marcowej projekcji NBP jest oczekiwane jego spowolnienie, a dynamika spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe są niższe niż w poprzedniej projekcji. Zwracano uwagę, że wolniejszy wzrost inwestycji wynika z oczekiwanego przesunięcia absorpcji części środków z UE z 2012 r. na kolejne lata, a także niekorzystnego oddziaływania wzrostu cen surowców na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw. Część członków Rady wskazywała jednak na dużą niepewność dotyczącą kształtowania się inwestycji współfinansowanych ze środków UE. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że korzystniejsze niż w projekcji kształtowanie się sytuacji na rynku pracy będzie zapobiegać obniżeniu się dynamiki spożycia indywidualnego. Zdaniem tych członków Rady szybciej niż w projekcji rosnać mogą także inwestycje przedsiębiorstw. Ich ożywieniu będzie sprzyjać rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, umożliwiająca im finansowanie inwestycji ze środków własnych i ułatwiająca dostęp do finansowania zewnętrznego.

Dyskutując na temat presji inflacyjnej w gospodarce, podkreślano, że wyraźny wzrost inflacji CPI jest związany głównie ze wzrostem cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych oraz podwyżkami stawek VAT i cen administrowanych, tj. przede wszystkim z czynnikami niezależnymi od krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano, że wzrost bieżącej inflacji przekłada się na wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także oczekiwań implikowanych z rentowności długoterminowych papierów skarbowych. Jednocześnie podkreślano, że dostępne prognozy, wskazują, że inflacja CPI może jeszcze wzrosnąć w najbliższych miesiącach, ale w II poł. br. wpływ czynników podwyższających ją obecnie będzie stopniowo wygasał i – zdaniem części członków Rady – inflacja obniży się. Wskazywano jednak, że prawie w całym horyzoncie marcowej projekcji, przy założeniu braku zmian stóp procentowych NBP, inflacja CPI utrzymuje się powyżej celu inflacyjnego. W ocenie niektórych członków Rady ryzyko, że inflacja będzie wyższa od centralnej ścieżki projekcji jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że będzie ona niższa.

Dyskutując na temat presji płacowej w gospodarce, część członków Rady podkreślała, że obecna sytuacja na rynku pracy nie wskazuje na jej nasilenie się. Zwracali oni uwagę, że wyraźne przyspieszenie dynamiki płac w gospodarce w IV kw. ub.r. było najprawdopodobniej przejściowe, gdyż przyczynił się do niego silny wzrost wynagrodzeń w administracji poprzedzający ich zamrożenie w br. Członkowie ci wskazywali, że tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach jest nadal umiarkowane, w szczególności w porównaniu z dynamiką wydajności pracy, i jest ono spójne ze stabilizacją inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że przyspieszenie wzrostu płac w przedsiębiorstwach na przełomie 2010 i 2011 r. wskazuje na niepewność dotyczącą utrzymania się umiarkowanego wzrostu płac i może sygnalizować ryzyko nadmiernego nasilenia się presji płacowej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Oceniali

oni także, że relacja między tempem wzrostu płac i wydajności pracy będzie się stopniowo pogarszać, silniej niż wskazuje marcowa projekcja inflacji i PKB.

Wśród czynników wskazujących na ograniczone ryzyko nasilenia się presji płacowej, w tym ograniczone ryzyko przełożenia się podwyższonej inflacji i oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac, część członków Rady wymieniała wzrost stopy bezrobocia oraz spadek ofert pracy i związany z tym wyraźny spadek indeksu napięć na rynku pracy. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek popytu na pracę, mimo że wynika głównie z obniżenia się liczby ofert pracy subsydiowanej, powinien łagodzić presję na wzrost wynagrodzeń. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że mimo obniżenia się liczby ofert pracy subsydiowanej, badania ankietowe wskazują na wzrost aspiracji płacowych osób bezrobotnych. Zmniejsza to prawdopodobieństwo, że wzrost bezrobocia będzie znacząco łagodził presję płacową. Członkowie ci zwracali także uwagę, że zgodnie z marcową projekcją można oczekiwać, że stopa bezrobocia będzie się powoli obniżała i od II poł. br. będzie kształtować się poniżej stopniowo rosnącej stopy bezrobocia NAWRU. Zdaniem tych członków Rady na możliwość szybkiego nasilenia się presji płacowej wskazuje również dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na kontynuację umiarkowanego wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz towarzyszący mu wzrost bieżącej inflacji związany ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Część członków Rady podkreślała, że główne banki centralne, mimo pewnych sygnałów wskazujących na możliwość zacieśnienia polityki pieniężnej przez niektóre z nich, utrzymują stopy procentowe na niskim poziomie. Członkowie ci wskazywali ponadto, że szybko rosnący dług publiczny w gospodarkach rozwiniętych pozostaje istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego, w tym dla sytuacji na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymywanie się dobrej koniunktury w Niemczech, wskazując przy tym na silną zbieżność cykliczną między gospodarką niemiecką i polską. Część członków Rady oceniała, że zacieśnienie polityki pieniężnej w Chinach może wpłynąć niekorzystnie na perspektywy niemieckiego, a w konsekwencji także polskiego eksportu. Ich zdaniem w kierunku osłabienia polskiego eksportu może oddziaływać także konsolidacja fiskalna w krajach Unii Europejskiej oraz prawdopodobne zacieśnienie polityki pieniężnej w części tych gospodarek.

Dyskutując na temat szybkiego wzrostu cen surowców, część członków Rady oceniała, że wstrząsy cenowe na rynkach surowców mają najprawdopodobniej charakter przejściowych szoków podażyowych. Zwracano jednak również uwagę, że duża płynność na światowych rynkach finansowych w połączeniu z niską krótkookresową elastycznością podaży surowców może spowodować, że ich ceny będą rosły silniej niż się obecnie oczekuje. Ponadto inni członkowie Rady wskazywali, że do wzrostu cen surowców może przyczyniać się także szybki wzrost popytu na surowce ze strony gospodarek wschodzących i w związku z tym wzrost ten może mieć bardziej trwały charakter. Zdaniem tych członków Rady wzrost cen surowców może być także wyrazem wzrostu obaw inflacyjnych wśród uczestników rynków finansowych. Jednocześnie zwracano uwagę, że wzrost cen surowców na rynkach światowych może oddziaływać w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej na świecie.

Analizując kształtowanie się agregatów kredytowych, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się spadek kredytów konsumpcyjnych oraz wyhamowanie przyrostu kredytów mieszkaniowych na początku br. Jednocześnie inni członkowie Rady podkreślali, że tempo wzrostu

kredytów mieszkaniowych nadal kształtuje się na wysokim poziomie w porównaniu z dynamiką dochodów do dyspozycji osiągalną w warunkach niskiej inflacji. Część członków Rady oceniała, że niski przyrost kredytów dla przedsiębiorstw może ograniczać wzrost inwestycji. Wskazywali oni także, że wzrost liczby podmiotów bez zdolności kredytowej w IV kw. ub. r. jest niekorzystnym sygnałem dla perspektyw ożywienia akcji kredytowej. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wzrostowi temu towarzyszył spadek udziału należności podmiotów bez zdolności kredytowej w całości należności wobec sektora bankowego.

Odnosząc się do popytu sektora finansów publicznych, część członków Rady oceniała, że istotne zacieśnienie fiskalne w latach 2011-2012 jest mało prawdopodobne, biorąc pod uwagę termin wyborów parlamentarnych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że konieczność spełnienia wymogów dotyczących deficytu sektora finansów publicznych, wynikających z procedury nadmiernego deficytu, przełoży się na zwiększenie skali zacieśnienia w 2012 r. W tym kontekście wskazywano także na decyzję Komisji Europejskiej dotyczącą utrzymania obecnego sposobu uwzględniania kosztów reformy emerytalnej przy określaniu deficytu i długu sektora. Jednocześnie jednak członkowie ci oceniali, że skala zacieśnienia fiskalnego nie będzie wystarczająca, by ograniczyć narastanie presji popytowej w gospodarce. Wskazywano, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się popytu sektora finansów publicznych będzie możliwa po przedstawieniu przez rząd działań ograniczających deficyt sektora w ramach aktualizacji Programu Konwergencji.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, podkreślano, że ich podwyższenie w styczniu br. rozpoczęło proces stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, którego skala i tempo będą warunkowane napływającymi danymi dotyczącymi przebiegu procesów makroekonomicznych. Zdaniem części członków Rady ponowne podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu byłoby uzasadnione ze względu na utrzymujące się ryzyko nasilenia się presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Ograniczałoby ono także ryzyko utrwalenia się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci argumentowali również, że szybkie podwyżki stóp procentowych zmniejszyłyby łączną skalę podwyżek stóp niezbędną dla stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. W opinii tych członków Rady za szybkimi podwyżkami stóp przemawia także zmniejszona wrażliwość kursu złotego na dysparytet stóp procentowych.

Większość członków Rady uznała, że ostatnie dane zwiększają niepewność dotyczącą tempa wzrostu aktywności gospodarczej, w tym ożywienia inwestycji i trwałości przyspieszenia konsumpcji, i tym samym uzasadniają pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu. Za taką decyzją – zdaniem tych członków Rady – przemawiają także utrzymujący się wzrost stopy bezrobocia oraz umiarkowana presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw, zmniejszające ryzyko utrwalenia się wzrostu bieżącej inflacji, który jak dotąd wynika głównie z czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Ponadto zdaniem niektórych członków Rady decyzje dotyczące stóp procentowych NBP powinny uwzględniać politykę pieniężną głównych banków centralnych, w szczególności Europejskiego Banku Centralnego.

Na posiedzeniu złożono wniosek 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 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, stopa redyskonta weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 kwietnia 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce oraz sytuacji na krajowym rynku pracy, w tym ryzyku efektów drugiej rundy.

Oceniając sytuację w otoczeniu Polski, zwracano uwagę na stabilny wzrost aktywności w gospodarce światowej. Podkreślano jednak, że niepewność dotycząca jego perspektyw utrzymuje się na wysokim poziomie, a w ostatnim okresie jest dodatkowo zwiększana przez wydarzenia w Japonii oraz w Afryce Północnej i na Bliskim Wschodzie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że ożywienie w wielu gospodarkach rozwiniętych jest nadal powolne, a wzrost aktywności w Stanach Zjednoczonych może nie utrzymać się na obecnym, relatywnie wysokim poziomie, gdyż jest oparty na znaczącej stymulacji monetarnej. Jednocześnie zwracano uwagę na szybki wzrost PKB w gospodarkach wschodzących oraz w Niemczech, podkreślając przy tym silną zbieżność cykliczną między gospodarką polską i niemiecką.

Część członków Rady wskazywała również, że utrzymywaniu się podwyższonej inflacji w gospodarkach wschodzących towarzyszą sygnały narastania presji inflacyjnej w gospodarkach rozwiniętych. Członkowie ci zwracali uwagę, że banki centralne w wielu gospodarkach wschodzących, a także w niektórych małych otwartych gospodarkach rozwiniętych, znacząco podwyższyły stopy procentowe, a Europejski Bank Centralny prawdopodobnie rozpocznie zacieśnianie polityki w najbliższym okresie. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że nawet po podwyżce, stopy procentowe EBC, podobnie jak stopy procentowe innych głównych banków centralnych, nadal będą kształtować się na niskim poziomie. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że prawdopodobna kontynuacja ekspansywnej polityki pieniężnej w części największych gospodarek rozwiniętych będzie sprzyjała utrzymaniu się wysokiej globalnej płynności, a w konsekwencji podwyższonej presji inflacyjnej na świecie.

Dyskutując na temat cen surowców na rynkach światowych, oceniano, że do ich wzrostu przyczynia się wysokie zaangażowanie inwestorów krótkoterminowych na tych rynkach. Zdaniem części członków Rady wskazuje to, że wzrost tych cen ma charakter przejściowy i w dalszej części roku można oczekiwać ich spadku. Za taką oceną, w ich opinii, przemawiają także prognozy wskazujące na poprawę warunków podażowych na rynkach surowców rolnych w bieżącym roku. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że do wzrostu cen surowców istotnie przyczynia się również rosnący popyt ze strony gospodarek wschodzących, co wskazuje, że – mimo możliwych przejściowych wahań tych cen związanych ze zmianami zaangażowania krótkoterminowych inwestorów na rynkach surowców – utrzyma się ich wzrostowa tendencja.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dynamika PKB w br. i kolejnych latach będzie najprawdopodobniej zbliżona lub nieznacznie wyższa niż w 2010 r. Oceniano, że do wzrostu PKB będzie przyczyniać się rosnący popyt zewnętrzny, a wzrost popytu krajowego będzie oparty głównie na wzroście konsumpcji gospodarstw domowych, wspieranym przez rosnące zatrudnienie. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że przy braku ożywienia inwestycji przedsiębiorstw oraz w świetle prawdopodobnego osłabienia inwestycji infrastrukturalnych, współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej, a także wobec przewidywanego zacieśnienia polityki fiskalnej, można oczekiwać spowolnienia wzrostu

gospodarczego w kolejnych latach. Wskazywano również, że w kierunku niższego wzrostu inwestycji i konsumpcji może oddziaływać wzrost cen surowców na rynkach światowych.

W odniesieniu do perspektyw ożywienia inwestycji, część członków Rady oceniała, że wzrost inwestycji przedsiębiorstw może być szybszy niż się obecnie oczekuje. Wskazują na to: wzrost nakładów brutto na środki trwałe w dużych przedsiębiorstwach w IV kw. ub.r., bardzo dobra sytuacja finansowa, w tym płynnościowa, przedsiębiorstw oraz systematycznie rosnące, przekraczające obecnie wieloletnią średnią, wykorzystanie mocy produkcyjnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w Polsce jest nadal umiarkowany w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej. Zwracano także uwagę na utrzymywanie się spadkowego trendu produkcji budowlano-montażowej na początku br. oraz na obniżenie się wskaźnika nowych inwestycji w badaniach ankietowych przedsiębiorstw. Wskazywano, że czynnikiem zmniejszającym skłonność przedsiębiorstw do inwestycji jest utrzymująca się niepewność dotycząca przyszłej sytuacji gospodarczej.

Odnosząc się do kształtowania się spożycia indywidualnego, część członków Rady oceniała, że jej przyspieszenie pod koniec ub.r. nie było związane wyłącznie z przesunięciem zakupów części dóbr w reakcji na oczekiwane zmiany podatkowe od stycznia 2011 r. Zdaniem tych członków Rady wskazują na to dane o sprzedaży detalicznej z początku br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że miesięczne dane dotyczące sprzedaży detalicznej charakteryzują się dużą zmiennością, a jej wysoka dynamika w lutym br. wynikała częściowo z efektu bazy.

Dyskutując na temat sytuacji na rynku pracy, część członków Rady oceniała, że dane, które napłynęły w ostatnim okresie, osłabiają ryzyko szybkiego nasilenia się presji płacowej i inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali w szczególności na wyhamowanie dynamiki płac w przedsiębiorstwach na początku br. oraz na utrzymywanie się wysokiego poziomu bezrobocia w efekcie relatywnie szybkiego wzrostu liczby osób aktywnych zawodowo. Jednocześnie wskazywano jednak na niepewność dotyczącą wpływu otwarcia rynku pracy w Niemczech na kształtowanie się podaży pracy w Polsce. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że przy jednoczesnym spadku liczby ofert pracy, wskaźnik napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) kształtuje się obecnie na najniższym poziomie od pięciu lat. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że spadek liczby ofert pracy jest związany głównie ze spadkiem ofert pracy subsydiowanej, która nie odzwierciedla dobrze kształtowania się popytu na pracę w gospodarce. Członkowie ci wskazywali również na utrzymujące się relatywnie wysokie tempo wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji CPI i jej perspektyw, podkreślano, że jej podwyższony poziom jest związany głównie ze wzrostem cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, który nie jest neutralizowany przez zmiany kursu złotego, oraz – w wyraźnie mniejszym stopniu – ze wzrostem stawek podatku VAT. Część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko utrzymywania się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP w br. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że po przejściowym wzroście inflacja obniży się wyraźnie w II połowie br. Jednocześnie, zdaniem większości członków Rady, ryzyko znaczącego nasilenia się presji inflacyjnej związanej ze zbyt szybkim wzrostem popytu jest obecnie ograniczone. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą szacunków produktu potencjalnego i wskazywali na ryzyko, że dodatnia luka popytowa będzie wyższa niż wskazuje marcowa projekcja inflacji i PKB.

Część członków Rady podkreślała, że w kierunku wzrostu inflacji może oddziaływać również ewentualny wzrost presji płacowej wywołany podwyższonymi oczekiwaniami inflacyjnymi. Zdaniem tych członków Rady wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych zarówno osób prywatnych, jak i przedsiębiorców w ostatnim okresie wskazuje na wzrost ryzyka nasilenia się żądań płacowych i jego przełożenia się na wzrost wynagrodzeń, zwłaszcza przy bardzo dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Zwracali oni uwagę, że odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki płac w II kw. br. jest najwyższy od dziesięciu kwartałów. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w warunkach podwyższonych oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorcy mogą mieć większą skłonność do przenoszenia wyższych kosztów na ceny produktów. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy w warunkach wysokiego bezrobocia. Podkreślali oni, że ryzyko to jest także zmniejszane przez ograniczoną rolę związków zawodowych w polskiej gospodarce.

W odniesieniu do kształtowania się agregatów kredytowych, część członków Rady oceniała, że przyrost kredytów dla sektora prywatnego jest umiarkowany i nie stanowi czynnika zwiększającego presję popytową w gospodarce. Członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na osłabienie przyrostu kredytów mieszkaniowych na początku br. oraz na niską dynamikę kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw. Wskazywano również na spadek kredytów konsumpcyjnych, choć podkreślano przy tym, że jest on związany z zaostrzeniem polityki kredytowej przez banki w reakcji na pogorszenie się jakości tych kredytów oraz zmianami regulacyjnymi. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że dynamika kredytów mieszkaniowych jest wysoka w porównaniu ze wzrostem dochodów do dyspozycji osiągalnym w warunkach stabilności cen. Podkreślali oni także, że niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw jest związana z ich dobrą sytuacją płynnościową oraz niskim poziomem aktywności inwestycyjnej.

Dyskutując na temat sytuacji w sektorze finansów publicznych, część członków Rady podkreślała, że w bieżącym roku polityka fiskalna pozostanie luźna, co ich zdaniem wymaga prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wobec oczekiwanego zacieśnienia polityki fiskalnej w bieżącym roku nie stanowi ona czynnika uzasadniającego podwyższanie stóp procentowych. Jednocześnie zwracano uwagę na niepewność dotyczącą skali i struktury zacieśnienia fiskalnego w kolejnych latach.

Odnosząc się do kształtowania się kursu złotego, część członków Rady oceniała, że wzrost dysparytetu stóp procentowych sprzyjałby aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wpływ zwiększonego dysparytetu na kurs walutowy może być ograniczany przez ryzyko rewizji szacunków deficytu obrotów bieżących, niepewność związaną z wyborami parlamentarnymi oraz utrzymujące się ryzyko fiskalne w części krajów strefy euro.

Rada przeprowadziła dyskusję na temat skali i tempa zacieśnienia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że szybkie podwyższenie stóp procentowych byłoby skuteczniejszym sposobem ograniczania oczekiwań inflacyjnych niż stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. Podkreślali oni również, że szybsze zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych zmniejszałoby niepewność na rynkach finansowych i mogłoby sprzyjać aprecjacji kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że w warunkach utrzymującej się podwyższonej niepewności dotyczącej perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w kraju uzasadnione jest kontynuowanie stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję dotyczącą zmiany stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu, niektórzy członkowie Rady byli zdania, że utrzymująca się niepewność dotycząca perspektyw wzrostu aktywności w polskiej gospodarce i jej otoczeniu uzasadnia pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Większość członków Rady uznała jednak, że wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych wraz z silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych rodzą – w warunkach postępującego ożywienia gospodarczego – ryzyko utrwalenia się podwyższonego poziomu inflacji. W celu ograniczenia ryzyka kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie uzasadnione jest więc kontynuowanie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej i podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu Rady. Część członków Rady wskazywała także, że za podwyżką stóp procentowych przemawia niski poziom realnych stóp procentowych związany z kształtowaniem się inflacji i w efekcie oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 maja 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji, w tym ryzyko utrwalenia się jej podwyższonego poziomu, a także dyskutowała na temat tempa i możliwej łącznej skali podwyżek stóp procentowych.

Dyskutując na temat perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego, część członków Rady zwracała uwagę, że roczne tempo wzrostu gospodarczego – po osiągnięciu wysokiego poziomu w I kw. br. – będzie się prawdopodobnie stopniowo obniżać w kolejnych kwartałach, co powinno ograniczać łączną skalę podwyżek stóp procentowych niezbędną dla stabilizowania inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. Wskazywano, że tempo wzrostu PKB będzie ograniczane przez nieco wolniejszy niż w pierwszej fazie ożywienia wzrost popytu zewnętrznego, niekorzystne oddziaływanie podwyższonej inflacji na dynamikę spożycia indywidualnego i inwestycji przedsiębiorstw, a także przez zacieśnienie krajowej polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na utrzymujące się ryzyko dla wzrostu PKB wynikające z kształtowania się sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym na niepewność dotyczącą trwałości ożywienia gospodarczego w głównych gospodarkach rozwiniętych związaną z podwyższonym poziomem bezrobocia oraz ograniczaniem wysokiej nierównowagi fiskalnej.

Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wzrost gospodarczy w Polsce może być szybszy niż wskazują aktualne prognozy. Na taką możliwość wskazują – ich zdaniem – korzystne perspektywy wzrostu polskiego eksportu związane z utrzymującym się szybkim wzrostem eksportu w Niemczech oraz sygnały ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Członkowie ci zwracali uwagę, że w sytuacji poprawiających się oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących popytu i przyszłej sytuacji gospodarczej, utrzymującego się wzrostu wykorzystania mocy produkcyjnych oraz dobrej sytuacji płynnościowej, inwestycje przedsiębiorstw mogą rosnąć szybciej niż się obecnie oczekuje, mimo podwyżek stóp procentowych NBP. Zdaniem tych członków Rady, przyspieszeniu inwestycji towarzyszyłby prawdopodobnie dalszy szybki wzrost zatrudnienia, co wspierałoby wzrost spożycia indywidualnego.

Głównego zagrożenia dla wzrostu inwestycji upatrywali oni we wzroście cen surowców i materiałów, który zaczął być wskazywany przez przedsiębiorstwa jako główna bariera dla ich rozwoju. Jednocześnie – w ocenie tych członków Rady – dobra sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw ogranicza ryzyko, że ewentualne podwyższenie stóp procentowych zahamuje wzrost inwestycji.

Omawiając ryzyko nasilenia się presji płacowej, w tym wystąpienia efektów drugiej rundy, część członków Rady oceniała, że obecnie jest ono ograniczone. Zwracali oni uwagę na utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu płac w przedsiębiorstwach oraz argumentowali, że ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy jest zmniejszane przez podwyższony poziom bezrobocia, zamrożenie funduszu płac w sektorze finansów publicznych w br. oraz ograniczoną rolę związków zawodowych w kształtowaniu płac w polskiej gospodarce. Członkowie ci wskazywali również, że jak dotąd nie ma sygnałów, by otwarcie rynku pracy w Niemczech i Austrii skutkowało zwiększoną skalą migracji do tych krajów. Inni członkowie Rady podkreślali, że na rosnące ryzyko nasilenia się presji płacowej wskazuje utrzymywanie się szybkiego wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Zwracali oni również uwagę, że w ostatnim okresie nasiliły się żądania płacowe w branżach charakteryzujących się wysokim stopniem uzwiązkowienia, podkreślając, że wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach z tych branż może wzmacniać żądania wzrostu płac w pozostałych przedsiębiorstwach. Członkowie ci zwracali uwagę, że ryzyko przyspieszenia wzrostu płac jest podwyższane przez wysokie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorców. Podkreślali oni także, że od 2012 r. dynamika płac w gospodarce będzie zwiększana przez podwyższenie płacy minimalnej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku kredytowym, część członków Rady podkreślała, że dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw kształtują się nadal na relatywnie niskim poziomie. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że następuje pewne ożywienie akcji kredytowej w odniesieniu do sektora przedsiębiorstw. W szczególności zwracali oni uwagę na sygnały ożywienia popytu na kredyt przedsiębiorstw, który był istotnym czynnikiem ograniczającym wzrost kredytów bankowych dla tego sektora. Wskazywali oni także na zapowiedzi łagodzenia polityki kredytowej wobec przedsiębiorstw w II kw. br.

Dyskutując na temat polityki stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że aktualna ocena perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji uzasadnia kontynuowanie zacieśniania polityki pieniężnej w zakładanej dotychczas skali. Przedmiotem dyskusji było natomiast rozłożenie w czasie dalszego zacieśnienia tej polityki.

Część członków Rady była zdania, że uzasadnione jest kontynuowanie zacieśniania polityki pieniężnej zakładającego podwyższanie stóp procentowych w kilkumiesięcznych odstępach. Zwracali oni uwagę, że dane, które napłynęły w ostatnim okresie, nie zmieniły zasadniczo oceny perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji oraz podkreślali, że większość uczestników rynków finansowych oczekuje kontynuacji dotychczasowego tempa zacieśniania polityki pieniężnej. Za takim tempem zacieśnienia polityki pieniężnej – w opinii części uczestników posiedzenia – przemawiają w szczególności: podażowy charakter wzrostu inflacji odzwierciedlony w kształtowaniu się inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wyraźnie poniżej wskaźnika CPI, brak sygnałów o pojawianiu się efektów drugiej rundy, a także prognozy wskazujące na osłabienie rocznego tempa wzrostu gospodarczego w dalszej części 2011 r., wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynkach światowych i związany z tym prognozowany spadek inflacji w okolicie celu inflacyjnego w przyszłym

roku. Uczestnicy ci oceniali także, że przyspieszenie podwyżek stóp procentowych może nie ograniczyć oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, które mają silnie adaptacyjny charakter.

Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na decyzję Ministerstwa Finansów o wymianie części środków z Unii Europejskiej na rynku walutowym. Podkreślali oni, że pełniejsza ocena skutków tej decyzji dla uwarunkowań polityki pieniężnej będzie możliwa w kolejnych miesiącach, co przemawia – ich zdaniem – za utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu.

Większość członków Rady uznała, że przyspieszenie podwyżek stóp procentowych byłoby skuteczniejszym sposobem ograniczania ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji niż ich podnoszenie w dotychczasowym tempie. Zdaniem tych członków Rady za szybszymi podwyżkami stóp procentowych przemawia potrzeba wyprzedzającego reagowania na rosnące ryzyko przełożenia się wzrostu kosztów przedsiębiorstw oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych na ceny i płace. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na dane dotyczące inflacji CPI w marcu br., wskazujące, że przyspieszenie wzrostu cen dotyczy już nie tylko żywności i energii, ale także większości pozostałych kategorii towarów i usług konsumpcyjnych. Członkowie ci podkreślali również, że w warunkach silnych wstrząsów na rynkach surowców żywnościowych i energetycznych, inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii może nie odzwierciedlać właściwie trwałych zmian presji inflacyjnej. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że prognozowane obniżenie się inflacji w okolicie celu inflacyjnego na początku 2012 r. jest związane z efektami bazy oraz zakłada zahamowanie szybkich wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Wskazywano, że założenie to jest obciążone niepewnością ze względu utrzymujące się ryzyko polityczne w części krajów eksportujących ropę naftową oraz rosnący popyt na surowce ze strony gospodarek wschodzących. Niektórzy członkowie Rady argumentowali również, że w sytuacji prawdopodobnego utrzymywania się inflacji i oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie w kolejnych miesiącach, za przyspieszeniem podwyżek stóp procentowych NBP przemawia także ryzyko kształtowania się realnych stóp procentowych na bardzo niskim poziomie. Podkreślano ponadto, że przyspieszenie podwyżek stóp procentowych ograniczyłoby potrzebę ewentualnych silnych dostosowań stóp procentowych w przyszłości.

Argumentując za przyspieszeniem podwyżek stóp procentowych, niektórzy członkowie Rady uzasadniali to niepewnością co do kształtowania się kursu złotego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 czerwca 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała bieżące i oczekiwane kształtowanie się wzrostu gospodarczego i inflacji, w tym perspektywę powrotu inflacji do celu inflacyjnego, a także dyskutowała na temat przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych NBP.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce część członków Rady zwracała uwagę, że choć gospodarka światowa znajduje się w fazie ożywienia, to pojawiły się sygnały świadczące o możliwości osłabienia koniunktury za granicą w kolejnych kwartałach. W szczególności wskazywano na negatywne skutki dużej skali nierównowagi fiskalnej w części krajów strefy euro, w tym na pogorszenie się nastrojów konsumenckich w peryferyjnych krajach strefy euro oraz na ryzyko nasilenia się napięć na rynkach finansowych w związku z problemami fiskalnymi Grecji. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na ograniczony wpływ tzw. poluzowania ilościowego polityki pieniężnej na aktywność gospodarczą w Stanach Zjednoczonych. Podkreślali oni przy tym, że biorąc pod uwagę ryzyko ponownego osłabienia koniunktury w gospodarce amerykańskiej, możliwe jest podjęcie przez Fed dodatkowych działań wspierających wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, mimo rosnącej tam inflacji.

Inni członkowie Rady argumentowali, że z punktu widzenia koniunktury w Polsce szczególnie istotna jest sytuacja gospodarcza w Niemczech, gdzie perspektywy pozostają dobre, na co wskazuje m.in. korzystna struktura wzrostu PKB. Rosnąca rola popytu krajowego, w tym inwestycji i konsumpcji prywatnej, we wzroście gospodarczym Niemiec oznacza mniejszą wrażliwość tej gospodarki na wahania popytu zewnętrznego. Ponadto, część członków Rady podkreślała, że aktywność gospodarcza w Polsce może rosnąć w relatywnie wysokim tempie, nawet w przypadku, umiarkowanego wzrostu PKB za granicą.

Odnosząc się do sytuacji na rynkach surowcowych wskazywano, że pogorszenie się nastrojów inwestorów związane z obawami o wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych przełożyło się na wyhamowanie wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali jednak, że – biorąc pod uwagę perspektywę wzrostu popytu na surowce, przy ograniczonym zwiększeniu się ich podaży – obserwowane wyhamowanie cen może być przejściowe. Ponadto część członków Rady wskazywała, że niekorzystne warunki agrometeorologiczne w niektórych regionach ważnych w punktu widzenia światowej podaży żywności (np. przedłużająca się susza w Chinach) mogą przyczynić się do dalszego wzrostu cen surowców rolnych. Jednocześnie zaznaczali oni, że oczekiwane dobre zbiory w Rosji będą ograniczały wzrost cen żywności.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce część członków Rady argumentowała, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB może obniżyć się w stosunku do I kw. 2011 r., na co wskazuje m.in. pewne wyhamowanie tendencji wzrostowych w przemyśle i budownictwie. Zdaniem tych członków Rady czynnikami ograniczającymi wzrost będą: osłabienie dynamiki inwestycji publicznych, któremu prawdopodobnie nie będzie towarzyszyło odpowiednio silne przyspieszanie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, oraz spowolnienie wzrostu spożycia indywidualnego. W ich ocenie, wyhamowanie dynamiki spożycia indywidualnego związane będzie ze słabym – w sytuacji podwyższonej inflacji – wzrostem realnych dochodów do dyspozycji. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że przyspieszenie rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w kwietniu wynikało głównie z oddziaływania statystycznego efektu bazy.

Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że tempo wzrostu gospodarczego może utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie ze względu na korzystne perspektywy wzrostu zarówno popytu zewnętrznego, jak i krajowego. Zdaniem tych członków Rady wzrost eksportu wspierany jest przez dobrą koniunkturę w gospodarce niemieckiej, wzrostowi inwestycji sprzyjają dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz rosnący stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, a wzrost konsumpcji

związany jest z rosnącym zatrudnieniem, które może być kontynuowany w efekcie ożywienia inwestycji. Odnosząc się do czynników mogących osłabiać wzrost konsumpcji, członkowie ci zwracali uwagę, że utrzymanie się dynamiki spożycia indywidualnego w I kw. 2011 r. na poziomie zbliżonym do IV kw. 2010 r. – mimo podwyższonej już wówczas inflacji, jednoczesnego spadku kredytów konsumpcyjnych i przesunięcia na koniec 2010 r. zakupów w związku ze zmianami stawek VAT od 2011 r. – może świadczyć o tym, że siła oddziaływania tych czynników jest ograniczona, a kluczowe znaczenie dla perspektyw konsumpcji ma poprawa sytuacji na rynku pracy.

Odnosząc się do oceny wpływu rosnącej aktywności gospodarczej na inflację, członkowie Rady byli zdania, że dokonywane zacieśnienie polityki fiskalnej wraz ze wzrostem restrykcyjności polityki pieniężnej będzie ograniczało ryzyko zbyt szybkiego wzrostu łącznego popytu i nasilania się presji inflacyjnej. Ponadto, ożywienie inwestycji przedsiębiorstw powinno zwiększać tempo wzrostu produktu potencjalnego, co jest czynnikiem wspierającym powrót inflacji do celu w średnim okresie. Jednocześnie część członków Rady podkreślała, że – ich zdaniem – potencjalne tempo wzrostu jest obecnie niższe niż przed kryzysem finansowym, co należy uwzględnić w analizie luki popytowej i presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady oceniali, że wpływ globalnego kryzysu finansowego na dynamikę produktu potencjalnego w Polsce nie był znaczący.

Oceniając kształtowanie się wzrostu płac podkreślano, że przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu mogło w znacznym stopniu wynikać z przesunięcia wypłat premii i nagród w górnictwie i energetyce, a więc trudno ocenić jego trwałość. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu presji płacowej mogą być: wzrost bieżącej inflacji, podwyższone oczekiwania inflacyjne, słabszy niż w poprzednich latach wzrost liczby aktywnych zawodowo, dobra sytuacja finansowa firm, w szczególności w branżach charakteryzujących się wysokim stopniem uzwiązkowienia, gdzie w ostatnim okresie nasiliły się żądania płacowe, oraz wzrost płacy minimalnej. Członkowie ci podkreślali również, że choć dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w I kw. 2011 r. obniżyła się, to w usługach – mających największy udział w wartości dodanej w gospodarce – wzrost wydajności pracy jest istotnie niższy od wzrostu wynagrodzeń. Zwracali także uwagę na opóźnienia występujące między negocjacjami płacowymi a faktycznym wzrostem wynagrodzeń. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że nadal podwyższony poziom stopy bezrobocia ogranicza ryzyko nasilenia się presji płacowej. Ryzyko to – zdaniem członków Rady – ogranicza również dokonane znaczące zacieśnienie polityki pieniężnej NBP.

Analizując rozwój akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw część członków Rady wskazywała, że dotychczasowe zacieśnienie polityki pieniężnej, choć przełożyło się na wzrost kosztu kredytu, nie zahamowało przyrostu kredytów dla firm, co może świadczyć o korzystnych perspektywach akcji kredytowej dla tego sektora. Inni członkowie Rady oceniali, że rosnący koszt kredytu może być czynnikiem ograniczającym przyrost kredytów dla przedsiębiorstw.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji wskazywano, że przyspieszenie wzrostu cen dotyczy większości kategorii towarów i usług, a przez to także inflacji bazowej. Podkreślano ponadto, że istotną zmianą w stosunku do lat ubiegłych jest słabnący antyinflacyjny wpływ spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że wyhamowywanie spadku cen tych towarów może być zjawiskiem trwałym, związanym ze

zmianami na rynku pracy w największych gospodarkach wschodzących. Zwracano również uwagę, że szybkiemu wzrostowi cen towarzyszy podwyższony poziom oczekiwań inflacyjnych.

Oceniając perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego, część członków Rady zwracała uwagę, że do końca bieżącego roku inflacja pozostanie prawdopodobnie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, na co wskazują prognozy krótkoterminowe przygotowywane w NBP. Jednocześnie argumentowano, że zgodnie z tymi prognozami inflacja niedługo zacznie się stopniowo obniżać i w 2012 r. zbliży się do celu inflacyjnego, tj. 2,5%.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP większość członków Rady była zgodna, że szybki wzrost cen w większości grup towarów i usług oraz wysoki poziom oczekiwań inflacyjnych w połączeniu z ryzykiem nasilenia się żądań płacowych uzasadniają ponowne podwyższenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Za podwyższeniem stóp przemawiał – ich zdaniem – także niski poziom realnej stopy procentowej.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu nie jest konieczne, w szczególności biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymanie w czerwcu br. stóp procentowych EBC na niezmienionym poziomie, a także zewnętrzny charakter szoków podwyższających obecnie inflację w Polsce.

Jednocześnie większość członków Rady wskazywała, że dokonane od początku 2011 r. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, a dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej byłoby uzasadnione w przypadku pogorszenia się perspektyw powrotu inflacji do celu. Ocena tych perspektyw będzie możliwa po analizie danych napływających w kolejnych okresach. Część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach bardziej prawdopodobne jest dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej niż jej łagodzenie. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że z punktu widzenia stabilizowania inflacji na poziomie celu, obecny poziom stóp procentowych NBP może okazać się właściwy w dłuższej perspektywie.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kwestii kształtowania się stawki POLONIA poniżej stopy referencyjnej NBP. Zdaniem niektórych członków Rady, uzasadnione byłoby symetryczne zawężenie korytarza między stopą depozytową a stopą lombardową NBP, co przyczyniłoby się do zmniejszenia odchylenia stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, a stopa redyskonta weksli 4,75%.

Na posiedzeniu złożono także wniosek o symetryczne zawężenie korytarza między stopą depozytową a stopą lombardową NBP łącznie o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 lipca 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, w tym perspektywach powrotu inflacji do celu inflacyjnego, a także o bieżących i przyszłych decyzjach dotyczących stóp procentowych NBP.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania wzrostu gospodarczego w Polsce, Rada wskazywała na zwiększoną niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury, w tym na napływające ostatnio sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych oraz przedłużający się kryzys finansów publicznych w niektórych krajach strefy euro. W szczególności zwracano uwagę na nasilenie się obaw o destabilizację sytuacji gospodarczej w Grecji i związany z tym wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych.

Podkreślano, że kryzys zadłużeniowy może – poprzez zwiększenie niepewności w strefie euro – spowodować obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w tym regionie, co przełożyłoby się na osłabienie dynamiki PKB w Polsce. Niektórzy członkowie zaznaczali jednak, że aktywność gospodarcza w Polsce może rosnąć w stosunkowo wysokim tempie, nawet w przypadku umiarkowanego wzrostu PKB za granicą. Z kolei inni członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ zwiększonej wskutek problemów Grecji awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych na polską gospodarkę może nastąpić raczej poprzez deprecjację kursu złotego, która oddziaływałaby w kierunku utrzymania podwyższonej inflacji w Polsce.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych kwartałach, podkreślano, że dynamika PKB będzie najprawdopodobniej stopniowo słabła, na co wskazuje również lipcowa projekcja NBP. W tym kontekście zwracano uwagę na lekkie wyhamowanie wzrostowego trendu produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach oraz na spadki wskaźnika PMI, zapowiadające spowolnienie w sektorze przemysłowym w III kw. br. Oczekiwane obniżanie się dynamiki PKB będzie – zdaniem członków Rady – częściowo związane z zacieśnieniem polityki fiskalnej. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego może także oddziaływać wzrost bieżącej inflacji, który zmniejsza tempo wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na spadek depozytów gospodarstw domowych w ostatnim miesiącu, który może sygnalizować obniżenie skłonności do oszczędzania. Jednocześnie zwracano uwagę, że na podstawie danych z jednego miesiąca trudno ocenić, czy zjawisko to utrzyma się w dłuższym okresie. Wskazywano też, że w kierunku osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego, choć z pewnym opóźnieniem, mogą oddziaływać dokonane w tym roku podwyżki stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że jak dotąd nie ma sygnałów, aby hamowały one akcję kredytową dla przedsiębiorstw i szybki wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

Odnosząc się do perspektyw utrzymania tempa wzrostu PKB w Polsce w kolejnych latach na obecnym poziomie, członkowie Rady podkreślali ich dużą niepewność. Dotyczy ona, ich zdaniem, przede wszystkim kształtowania się inwestycji, w szczególności możliwości skompensowania spadku dynamiki inwestycji publicznych przez wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała uwagę, że oczekiwany spadek inwestycji publicznych ograniczy efekt wypychania inwestycji prywatnych, zmniejszając presję na wzrost kosztów materiałów i prac budowlanych. Zaznaczano też, że wzrostowi inwestycji przedsiębiorstw będzie sprzyjał relatywnie wysoki obecnie stopień

wykorzystania mocy produkcyjnych. Jednocześnie inni członkowie Rady wskazywali, że redukcja inwestycji publicznych, której skutkiem będzie zmniejszenie dynamiki popytu w gospodarce, może powodować ograniczenie inwestycji prywatnych. Odnosząc się do kształtowania się popytu w kolejnych latach, zwracano także uwagę, że podwyższona obecnie inflacja spowoduje zwiększenie wydatków sektora finansów publicznych w przyszłym roku w związku z waloryzacją rent i emerytur oraz świadczeń społecznych.

Dyskutując na temat inflacji, zaznaczano, że wzrost cen w Polsce pozostaje pod wyraźnym wpływem czynników zewnętrznych. W tym kontekście część członków Rady wskazywała na wysokie ryzyko utrzymania się zewnętrznych czynników podwyższających inflację w Polsce. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obserwowane ostatnio wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynkach światowych może mieć charakter przejściowy, zważywszy na perspektywy utrzymania się wysokiego globalnego popytu na surowce, przy ograniczonej możliwości zwiększenia ich podaży, a także przy znacznej nadpłynności na rynkach finansowych. Ich zdaniem ceny surowców w dłuższym okresie mogą pozostać w trendzie wzrostowym. Część członków wskazywała także na możliwość ponownego poluzowania przez niektóre kraje, w tym szczególnie Stany Zjednoczone, polityki pieniężnej i fiskalnej w celu stymulacji wzrostu gospodarczego, mimo rosnącej inflacji. Wśród innych potencjalnych zewnętrznych źródeł inflacji wymieniano zapowiadane obniżenie podatków w Niemczech, co zwiększyłoby presję popytową w tej gospodarce, a także nadal wysoką inflację w Chinach.

Odnosząc się do bieżącej inflacji w Polsce, a w szczególności do jej obecnego kształtowania się powyżej celu, niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że jest to wynik nie tylko zewnętrznych wstrząsów podażowych, ale także podwyższonej krajowej presji inflacyjnej. Wskazuje na to, ich zdaniem, wyższa inflacja w Polsce i silniejszy jej wzrost w ostatnich miesiącach niż w wielu innych krajach, które także doświadczyły zewnętrznych wstrząsów podażowych.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce w bieżącym roku, podkreślano, że choć w maju br. inflacja CPI wyraźnie wzrosła (częściowo wskutek zmiany sposobu notowań cen towarów sezonowych przez GUS), a oczekiwania inflacyjne osób prywatnych pozostają na podwyższonym poziomie, to dostępne prognozy wskazują, że w najbliższych miesiącach inflacja powinna się stopniowo obniżać. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że mimo to – według tych prognoz – do końca bieżącego roku pozostanie ona wyraźnie powyżej celu inflacyjnego.

Podkreślano, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, kluczowe znaczenie mają średniookresowe perspektywy inflacji. Zwracano uwagę, że w latach 2012-2013, zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD, inflacja obniży się w okolice celu inflacyjnego. Będzie się do tego przyczyniać wolniejsze tempo wzrostu PKB, wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynkach światowych oraz statystyczny efekt bazy. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na ryzyko utrzymania się zewnętrznych źródeł inflacji, a także na możliwość szybszego niż wskazuje projekcja wzrostu krajowego PKB, co przełożyłoby się na wyższe niż w projekcji tempo wzrostu cen. Część członków Rady podkreślała, że ryzykiem dla powrotu inflacji CPI w okolice celu inflacyjnego jest utrzymywanie się w horyzoncie projekcji relatywnie wysokiej inflacji bazowej. Zdaniem tych członków Rady, oczekiwane w horyzoncie projekcji silne ograniczenie dynamiki cen żywności i energii jest mało prawdopodobne.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Część członków Rady oceniała, że dokonane od początku bieżącego roku podwyżki stóp procentowych NBP powinny umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, na co wskazuje też lipcowa projekcja inflacji i PKB. Podkreślano również, że wszystkie dostępne prognozy inflacji zapowiadają jej obniżenie w horyzoncie roku. Jednocześnie większość członków Rady nie wykluczała możliwości ewentualnego dalszego podwyższenia stóp procentowych w przyszłości, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu, w tym wzrosło ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że istotnie wyższa od oczekiwań inflacja w maju br. i spodziewany tylko niewielki jej spadek do końca br., a także pogłębienie ujemnej realnej stopy procentowej w kraju, w sytuacji relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego, uzasadniają podwyżkę stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 września 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, a także dyskutowała na temat przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych NBP.

Członkowie Rady zwracali uwagę na istotne pogorszenie się sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki w ostatnim okresie, w tym na silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz osłabienie wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, a także na nasilenie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych. Zwracano uwagę, że pogorszenie się nastrojów gospodarczych było związane w istotnym stopniu także z niepewnością dotyczącą skuteczności działań politycznych, mających na celu rozwiązanie kryzysu fiskalnego w strefie euro. Jednocześnie wskazywano na znaczące obniżenie prognoz uczestników rynków finansowych dotyczących wzrostu gospodarczego na świecie, a także na zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych przez banki centralne w wielu małych, otwartych gospodarkach rozwiniętych i niektórych gospodarkach wschodzących.

Część członków Rady oceniała, że w ostatnim okresie wzrosło ryzyko ponownego wystąpienia recesji na świecie. Zdaniem innych członków Rady, obecne spowolnienie wzrostu w głównych gospodarkach rozwiniętych nie stanowi sygnału recesji; jest ono raczej wyrazem obniżonych możliwości wzrostu tych gospodarek po światowym kryzysie finansowym. W tym kontekście członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na niekorzystny wpływ silnego wzrostu wydatków publicznych w następstwie kryzysu finansowego na skłonność sektora prywatnego do inwestycji i konsumpcji oraz na ograniczoną możliwość finansowania wydatków sektora prywatnego poprzez zwiększanie jego zadłużenia ze względu na wysoki poziom tego zadłużenia. Podkreślano, że choć obecnie trudno

ocenić, jak silne będzie spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, to obecnie ryzyko gwałtownego załamania globalnej koniunktury pozostaje ograniczone.

Dyskutując na temat wpływu pogorszenia się koniunktury za granicą na perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego, część członków Rady podkreślała, że Polska gospodarka charakteryzuje się relatywnie wysoką odpornością na zewnętrzne wstrząsy. Oceniali oni, że nawet w sytuacji niskiego wzrostu gospodarczego w otoczeniu Polski, wzrost PKB w kraju może kształtować się na umiarkowanym poziomie, w szczególności – zdaniem niektórych członków Rady – może utrzymać się relatywnie wysokie tempo wzrostu eksportu. Jednocześnie wskazywano jednak na ryzyko silniejszego osłabienia polskiego eksportu, gdyby wyraźnie spowolnił wzrost w gospodarce chińskiej, a w związku z tym także eksport z Niemiec do tego kraju.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, podkreślano, że choć dane o PKB wskazują na utrzymanie się relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego w II kw. br., to informacje napływające w ostatnim okresie sygnalizują jego osłabienie w kolejnych kwartałach. Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce może być silniejszy niż wskazuje lipcowa projekcja NBP wzrost inwestycji sektora prywatnego. Członkowie ci wskazywali, że taką ocenę wspiera wyższa od oczekiwań dynamika nakładów brutto na środki trwałe oraz wyraźne przyspieszenie wzrostu nakładów inwestycyjnych w dużych przedsiębiorstwach w II kw. br., a także bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw. Jednocześnie wskazywano jednak, że wzrost niepewności dotyczącej perspektyw popytu, jaki nastąpił w ostatnim okresie może zmniejszyć skłonność przedsiębiorstw do inwestowania, na co wskazują także wyniki badań ankietowych. Zwracano także uwagę na spadek w ujęciu rocznym wartości kosztorysowej nowych inwestycji dużych firm w II kw. br., który może sygnalizować spowolnienie inwestycji przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach.

Dyskutując na temat przebiegu procesów inflacyjnych w Polsce podkreślano, że mimo spadku w ostatnich miesiącach, częściowo związanego z czynnikami o charakterze sezonowym, inflacja CPI oraz inflacja bazowa nadal kształtuje się na podwyższonym poziomie. Wskazywano także na utrzymującą się wysoką dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu. Ponadto zwracano uwagę, że choć obniżyły się oczekiwania inflacyjne uczestników rynków finansowych, to oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych są nadal relatywnie wysokie. Podkreślano jednak, że wobec adaptacyjnego charakteru tych oczekiwań w przypadku obniżenia się bieżącej inflacji nastąpi ich spadek.

Wskazywano, że w świetle dostępnych prognoz można oczekiwać kształtowania się inflacji na podwyższonym poziomie do końca br., a następnie jej obniżenia się do poziomu celu inflacyjnego NBP w połowie 2012 r. Podkreślano, że spadkowi inflacji sprzyjać będzie dokonane w br. zacieśnienie polityki pieniężnej. Jednocześnie zwracano jednak uwagę, że czynnikiem ryzyka dla spadku inflacji CPI do pożądanego poziomu jest kształtowanie się kursu walutowego, zwłaszcza biorąc pod uwagę utrzymujące się napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych. Zwracano także uwagę, że w przypadku silnego załamania koniunktury za granicą, niskiemu wzrostowi PKB w kraju towarzyszyłoby prawdopodobnie osłabienie kursu złotego, co ograniczałoby spadek inflacji. Wśród czynników ryzyka dla obniżania się inflacji wskazywano także na ewentualny ponowny wzrost cen surowców oraz silniejsze od obecnie oczekiwanych podwyżki cen paliw, żywności i cen administrowanych.

Odnosząc się do sytuacji na rynku kredytowym, część członków Rady oceniała, że obecne tempo wzrostu kredytu nie stanowi obecnie czynnika zwiększającego presję inflacyjną w gospodarce. Zwracali oni w szczególności uwagę na spadek kredytów konsumpcyjnych oraz stabilizację tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że relacja wartości udzielonych kredytów konsumpcyjnych do PKB w Polsce jest relatywnie wysoka w porównaniu z innymi krajami, a zmniejszanie się zadłużenia z tego tytułu jest korzystne, gdyż oddziałuje w kierunku większej stabilności makroekonomicznej gospodarki. Ponadto oceniali oni, że wobec kształtowania się dynamiki kredytów mieszkaniowych na wysokim poziomie oraz trwającego ożywienia akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw, sytuacja na rynku kredytowym oddziałuje w kierunku wzrostu zagregowanego popytu w gospodarce.

Omawiając sytuację na krajowym rynku pracy, zwracano uwagę na wyhamowanie wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach, po okresie jego silnego wzrostu, oraz na stabilizację stopy bezrobocia na relatywnie wysokim poziomie. Część członków Rady oceniała, że wobec pogorszenia się perspektyw popytu można oczekiwać stabilizacji zatrudnienia w przedsiębiorstwach lub nawet jego niewielkiego spadku. Wskazywano, że w takich warunkach presja płacowa pozostanie najprawdopodobniej ograniczona.

Dyskutując na temat prowadzenia polityki pieniężnej w sytuacji nasilających się niekorzystnych tendencji w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że polityka pieniężna powinna sprzyjać zachowaniu równowagi makroekonomicznej w gospodarce. Wskazywano, że uwzględnianie w polityce pieniężnej potrzeby zachowania stabilności makroekonomicznej będzie sprzyjać utrzymaniu stabilności cen.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu Rady powinny one pozostać niezmienione. Przemawiają za tym prognozowane obniżenie się inflacji w polskiej gospodarce oraz pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, a w konsekwencji także w Polsce.

Członkowie Rady oceniali, że w ostatnim okresie bilans ryzyk dla inflacji zmienił się w kierunku bardziej zrównoważonego, podkreślając jednocześnie, że bieżąca ocena perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce nie wskazuje na potrzebę obniżek stóp procentowych NBP. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że bieżący poziom stóp procentowych NBP jest niski w porównaniu z ich historycznym poziomem oraz w zestawieniu z szacunkami naturalnej stopy procentowej dla polskiej gospodarki. Zwracano także uwagę, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen jest wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

W ocenie Rady, dokonane od początku br. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 października 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała wpływ uwarunkowań zewnętrznych na sytuację w polskiej gospodarce, bieżące i przyszłe kształtowanie się koniunktury w Polsce, prawdopodobny kształt polityki fiskalnej w nadchodzącym roku oraz perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i możliwych przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na napływające w ostatnim okresie sygnały dalszego osłabiania się aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro oraz w niektórych gospodarkach wschodzących, w tym przede wszystkim w Chinach. Wskazywano, że pogorszenie perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego znalazło odzwierciedlenie w znaczącym obniżeniu przez międzynarodowe instytucje finansowe prognoz PKB dla największych gospodarek rozwiniętych oraz rozwijających się. Pogorszenie perspektyw globalnej aktywności gospodarczej w połączeniu z problemami fiskalnymi niektórych państw strefy euro przyczyniły się do wzrostu awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych i w konsekwencji do osłabienia kursów walut krajów wschodzących, w tym kursu złotego.

Dyskutując na temat perspektyw gospodarki światowej w dłuższym horyzoncie czasowym, część członków Rady podkreślała, że istotnym wyzwaniem stojącym obecnie przed polityką gospodarczą w Stanach Zjednoczonych jest obniżenie zadłużenia sektora prywatnego, natomiast w strefie euro – rozwiązanie problemu kryzysu zadłużeniowego sektora publicznego. Biorąc to pod uwagę, zdaniem tych członków Rady, można oczekiwać długotrwałego obniżenia tempa wzrostu PKB w obu gospodarkach. Zdaniem niektórych członków Rady odmienne cechy strukturalne tych gospodarek powodują jednak, że Stany Zjednoczone szybciej odnotują poprawę koniunktury niż strefa euro. W opinii części członków Rady, pewnego osłabienia aktywności gospodarczej w dłuższej perspektywie można też oczekiwać w Chinach, gdzie ograniczone możliwości dalszego wzrostu eksportu oznaczają, że konieczne będzie zwiększenie roli popytu wewnętrznego, co ze względu na czynniki demograficzne i brak systemu zabezpieczeń społecznych będzie procesem trudnym. W sumie, w ocenie tych członków Rady, w następstwie kryzysu zadłużeniowego, a w dłuższym horyzoncie także czynników strukturalnych (głównie demograficznych), w gospodarce światowej możliwy jest wieloletni okres wolniejszego wzrostu gospodarczego. Wzrost ten może być również mniej stabilny, w szczególności biorąc pod uwagę ograniczone możliwości stabilizowania koniunktury. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na silnie ekspansywną politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne jako na dodatkowy czynnik spowalniający w dłuższej perspektywie wzrost gospodarczy w krajach rozwiniętych. W ich ocenie polityka ta, hamując efektywną realokację zasobów, opóźnia restrukturyzację gospodarek.

Oceniając sytuację w gospodarce polskiej, część członków Rady podkreślała, że mimo jej stosunkowo dobrych fundamentów, oczekiwane pogorszenie koniunktury za granicą – głównie w strefie euro, w tym przede wszystkim w Niemczech – zwiększa ryzyko osłabienia dynamiki polskiego eksportu, a tym samym istotnego spowolnienia tempa wzrostu PKB w najbliższych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady również powiązania systemów finansowych w Europie, mimo większej odporności polskiego systemu finansowego w porównaniu do innych krajów regionu, mogą zwiększać negatywny wpływ uwarunkowań zewnętrznych na aktywność gospodarczą w Polsce. Inni członkowie Rady

argumentowali jednak, że mimo wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro, eksport z Polski nadal rośnie stosunkowo szybko. Relatywnie szybki wzrost eksportu pozwala oczekiwać, że tempo wzrostu PKB w kraju nie ulegnie znaczącemu spowolnieniu w warunkach spodziewanego pogorszenia koniunktury za granicą. Omawiając stan koniunktury w Polsce, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na sierpniowe dane o wyraźnym przyroście depozytów przedsiębiorstw i pewnym spadku dynamiki kredytów dla tego sektora, które – ich zdaniem – mogą sygnalizować zmniejszanie się skłonności przedsiębiorstw do inwestowania w warunkach pogorszenia perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na słabości strukturalne polskiej gospodarki, które mogą ograniczać tempo wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat wpływu sytuacji w sektorze finansów publicznych w Polsce na wzrost gospodarczy, część członków Rady wskazywała na prawdopodobne istotne zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych w 2011 r. oraz na zapowiedzi kontynuacji zacieśniania polityki fiskalnej w 2012 r. W tym kontekście zwracano uwagę, że choć dalsze silne ograniczanie nierównowagi fiskalnej będzie w krótkim okresie hamować wzrost PKB, to jego zaniechanie byłoby z kolei negatywnie oceniane przez rynki finansowe, co zwiększałoby koszt obsługi długu publicznego i ryzyko destabilizacji makroekonomicznej. Część członków Rady podkreślała, że ważny jest sposób ograniczania nierównowagi fiskalnej. Jeśli bowiem będzie ono dokonywane poprzez ograniczenie wydatków, to – zmniejszając obawy o przyszły wzrost obciążeń podatkowych oraz łagodząc presję na wzrost wynagrodzeń – może przyczynić się do zwiększenia skłonności przedsiębiorstw do inwestowania. Zdaniem innych członków Rady, w 2012 r. zacieśnienie fiskalne może być znacząco mniejsze niż w br. oraz mniejsze niż założone przez rząd w Wieloletnim planie finansowym państwa.

Omawiając bieżące dane dotyczące procesów inflacyjnych w Polsce, zwracano uwagę na wzrost w sierpniu br. zarówno inflacji CPI, jak i inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na jednoczesne przyspieszenie wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz wyższy od oczekiwanego wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, jako na czynniki mogące sygnalizować wyższą niż oczekiwano inflację w przyszłości. Z kolei wśród czynników oddziałujących w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej niektórzy członkowie Rady wymieniali utrzymującą się na podwyższonym poziomie stopę bezrobocia oraz osłabienie dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Sygnałem braku nasilania się presji inflacyjnej może być także – zdaniem niektórych członków Rady – pewne obniżenie w sierpniu br. dynamiki kredytów dla sektora prywatnego.

Wskazywano, że w świetle wewnętrznych prognoz krótkookresowych NBP można oczekiwać podwyższonego poziomu inflacji do końca br., po czym w I połowie 2012 r. powinno nastąpić obniżenie inflacji w okolice celu. Takiemu przebiegowi wskaźnika inflacji będzie sprzyjać wygasanie efektów wcześniejszych wzrostów cen żywności i energii, a także podwyżki VAT na początku br., mimo jednoczesnego prognozowanego utrzymania się wysokiej dynamiki cen administrowanych. Podkreślano, że spadkowi presji inflacyjnej w najbliższych kwartałach będzie sprzyjać oczekiwane obniżenie dynamiki PKB w warunkach dokonanego w pierwszym półroczu br. zacieśnienia polityki pieniężnej oraz dokonywanego zacieśnienia polityki fiskalnej, a także spodziewanego osłabienia aktywności gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki. W kontekście perspektyw inflacji wskazywano też na najnowsze wyniki badań koniunktury, z których wynika, że więcej przedsiębiorstw

zamierza obecnie redukować zatrudnienie niż je zwiększać oraz że spadek odsetek przedsiębiorstw planujących wzrost płac, co sygnalizuje, że presja płacowa w gospodarce pozostaje ograniczona.

Jednocześnie zaznaczono, że w warunkach utrzymywania się napięć na międzynarodowych rynkach finansowych, istotnym czynnikiem ryzyka dla spadku inflacji CPI do poziomu celu inflacyjnego może być osłabienie się kursu złotego. Część członków Rady zwracała uwagę, że w przypadku silnego załamania aktywności gospodarczej za granicą może nastąpić dalsze osłabienie złotego, przez co inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie, mimo spowolnienia tempa wzrostu krajowego PKB. Niektórzy członkowie Rady wskazywali też, że zagrożeniem dla spadku inflacji w Polsce mogą okazać się wciąż wysokie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Choć w przeszłości były one silnie adaptacyjne, a w sierpniu br. obniżyły się, to niemal nieprzerwanie od końca 2007 r. kształtują się powyżej celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione. W uzasadnieniu tej decyzji zwracano uwagę na oczekiwane obniżenie się inflacji w polskiej gospodarce, zwłaszcza w warunkach pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w konsekwencji w Polsce. Jednocześnie wskazywano, że głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen w Polsce jest obecnie wpływ niestabilnej sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że stopy procentowe NBP mogą być obecnie utrzymywane na niższym poziomie niż byłoby to uzasadnione w warunkach sprzed okresu globalnego kryzysu finansowego. Ich zdaniem, wynika to z jednej strony z występowania zwiększonych na skutek kryzysu frykcji na rynkach finansowych, a z drugiej strony z prawdopodobnego zmniejszenia się tempa wzrostu produktywności czynników wytwórczych prowadzącego do obniżenia się naturalnej stopy procentowej.

Dyskutując na temat kierunku przyszłej polityki pieniężnej, Rada była zdania, że przy obecnie oczekiwanym scenariuszu makroekonomicznym zakładającym pewne spowolnienie wzrostu gospodarczego i jednocześnie stopniowe obniżenie się inflacji, możliwa jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie w kolejnych kwartałach. Wskazywano, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja, szczególnie w warunkach podwyższonej niepewności, utrzymaniu stabilności makroekonomicznej. Część członków Rady była jednocześnie zdania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek, szczególnie jeśli inflacja – na skutek osłabienia się kursu złotego wywołanego przez napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych – będzie się utrzymywała powyżej celu inflacyjnego dłużej niż się obecnie oczekuje. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że ewentualne istotne spowolnienie tempa wzrostu PKB w Polsce w reakcji na znaczące wyhamowanie aktywności gospodarczej za granicą, może – w sytuacji oczekiwanego obniżania się inflacji – uzasadniać obniżenie stóp procentowych NBP w pewnej perspektywie.

Rada dyskutowała także na temat długofalowych wyzwań dla polityki gospodarczej. Zwracano uwagę na potrzebę podejmowania działań mających na celu wzmocnienie polityki makro-ostrożnościowej, w tym wypracowanie przez bank centralny oraz inne instytucje odpowiedzialne za system finansowy nowych instrumentów ograniczających ryzyko systemowe w sektorze finansowym. Wskazywano także na potrzebę koordynacji polityk regulacyjnych i makroekonomicznych w celu utrzymania stabilności makroekonomicznej, w tym stabilności systemu finansowego.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 listopada 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała uwarunkowania zewnętrzne polskiej gospodarki, bieżące i przyszłe kształtowanie się krajowej koniunktury oraz perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego, także w świetle listopadowej projekcji NBP. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano, że choć część bieżących danych dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro okazała się lepsza od oczekiwań, to wskaźniki koniunktury sygnalizują osłabianie się aktywności w gospodarce światowej. Znajduje to odzwierciedlenie w dalszym obniżaniu przez instytucje międzynarodowe prognoz wzrostu PKB dla największych gospodarek. Część członków Rady podkreślała przy tym, że rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro będzie procesem długotrwałym i trudnym z ekonomicznego, politycznego i instytucjonalnego punktu widzenia.

Część członków Rady oceniała, że w strefie euro nastąpi prawdopodobnie istotny i długotrwały spadek dynamiki PKB wynikający m.in. z koniecznego zacieśnienia polityki fiskalnej w wielu krajach tego regionu, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Członkowie ci podkreślali, że szczególnie silny wpływ na krajowy wzrost gospodarczy – poprzez zmniejszenie handlu zagranicznego Polski – może mieć obniżenie dynamiki PKB w Niemczech. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że mimo oczekiwanego wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego za granicą, eksport z Polski – m.in. biorąc pod uwagę poprawę konkurencyjności cenowej polskiej produkcji wynikającą z deprecjacji kursu złotego w ostatnich miesiącach – może nadal rosnąć relatywnie szybko. Zdaniem tych członków pozwala to oczekiwać, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce nie ulegnie silnemu spowolnieniu.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że kryzys w strefie euro będzie oddziałował na gospodarkę polską nie tylko poprzez ewentualny spadek popytu na polski eksport, ale również poprzez możliwe ograniczenie podaży kredytu przez banki krajowe będące własnością podmiotów zagranicznych, które – zgodnie z ustaleniami ze szczytu państw strefy euro – będą dążyły do poprawy swojej sytuacji kapitałowej. Część członków Rady argumentowała jednak, że działalność krajowych banków jest istotnym źródłem zysków dla ich zagranicznych właścicieli i dlatego ryzyko znacznego ograniczenia tej działalności nie jest duże.

Odnosząc się do utrzymywania się napięć na europejskich rynkach finansowych z związku z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, a w szczególności do sytuacji w europejskim systemie bankowym, wskazywano ponadto, że ich skutkiem może być odpływ kapitału z rynków wschodzących, w tym z Europy Środkowo-Wschodniej i Polski. Zwracano przy tym uwagę, że Polska charakteryzuje się relatywnie dużą zmiennością kursu walutowego. Część członków Rady podkreślała równocześnie, że obecnie kurs złotego jest relatywnie słaby i jeżeli sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych się ustabilizuje, to można oczekiwać powrotu do trendu aprecjacyjnego.

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne sytuacji gospodarczej w Polsce członkowie Rady zwracali również uwagę na kształtowanie się cen surowców, zwłaszcza energetycznych, na rynkach światowych. Podkreślano, że obecnie nie widać znaczącego spadku tych cen mimo oczekiwanego istotnego pogorszenia koniunktury za granicą, co jest czynnikiem podwyższającym inflację na świecie. Część członków Rady argumentowała, że wysokie ceny surowców są wynikiem oddziaływania czynników długookresowych, tj. wciąż znacznego popytu w szczególności z krajów wschodzących, przy ograniczonym w perspektywie kilku najbliższych lat wzroście podaży. Inni członkowie Rady oceniali, że do utrzymywania się cen surowców na wysokim poziomie przyczynia się wysoka nadpłynność na rynkach finansowych związana z kontynuacją ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W odniesieniu do polityki pieniężnej głównych banków centralnych niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że – zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i strefie euro – inflacja kształtuje się obecnie na wysokim poziomie, a dotychczasowa i ewentualna dalsza ekspansja monetarna może przełożyć się na trwałe zwiększenie inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki.

Odnosząc się do oceny stanu koniunktury w Polsce podkreślano, że dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej okazały się lepsze od oczekiwań i wskazują na relatywnie dobrą sytuację w gospodarce krajowej. Jednocześnie wskazywano, że wprawdzie w świetle większości prognoz, w tym listopadowej projekcji NBP, w kolejnych kwartałach prawdopodobne jest spowolnienie aktywności gospodarczej, to jednak ze względu na znaczną odporność polskich firm na zjawiska kryzysowe za granicą, wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach może być wyższy niż obecnie prognozowany. Zdaniem części członków Rady, również dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, relatywnie wysoka konkurencyjność polskich dóbr na rynkach światowych oraz stabilny system bankowy są czynnikami, które będą podtrzymywały wzrost PKB w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali równocześnie na – wynikającą z oddziaływania uwarunkowań zewnętrznych – zwiększoną niepewność, co do dalszego kształtowania się krajowej koniunktury, która sprawia, że w latach 2012-2013 możliwy jest w Polsce zarówno silniejszy, jak i słabszy niż przewidziany w projekcji wzrost PKB. Zdaniem niektórych członków Rady obecnie czynnikiem niepewności jest także kształt programu gospodarczego rządu, jaki wyłoni się po wyborach parlamentarnych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na pewne sygnały, które mogą świadczyć o spowolnieniu krajowej aktywności gospodarczej, w tym zwłaszcza inwestycyjnej.

Omawiając kształtowanie się inflacji wskazywano, że dalszy spadek cen żywności przełożył się na obniżenie inflacji we wrześniu, jednak do końca roku można oczekiwać utrzymania się jej wyraźnie powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego. Część członków Rady podkreślała, że – zgodnie z większością prognoz – na początku 2012 r. wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz znacznych wzrostów cen żywności i energii z pierwszej połowy 2011 r. przełoży się na spadek rocznego wskaźnika inflacji, jednak zgodnie z listopadową projekcją NBP w drugiej połowie 2012 r. inflacja może ponownie nieco wzrosnąć. Wskazywano, że czynnikiem ryzyka dla trwałego powrotu inflacji w okolice celu inflacyjnego pozostaje kształtowanie się kursu złotego. Obok osłabienia złotego wśród czynników oddziałujących w kierunku wyższej dynamiki cen, członkowie Rady wymieniali obserwowane w ostatnim okresie wysokie wzrosty cen paliw oraz przyspieszenie PPI, które z pewnym opóźnieniem mogą przełożyć się na cen dóbr konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na ryzyko większych niż się obecnie oczekuje podwyżek cen administrowanych, w tym na możliwy silny wzrost cen energii wynikający z wprowadzania przez Polskę pakietu

klimatyczno-energetycznego UE, które w połączeniu z relatywnie wysokim – tj. wyższym niż wieloletnia średnia – poziomem inflacji bazowej przewidywanym w listopadowej projekcji NBP mogą przyczynić się do wydłużenia okresu utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie.

Członkowie Rady zwracali jednocześnie uwagę, że wobec ryzyka osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo narastania popytowej presji inflacyjnej jest małe. Argumentowano również, że obecna sytuacja na rynku pracy, w tym podwyższona stopa bezrobocia, spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz spadek liczby ofert pracy, i brak perspektyw jej istotnej poprawy będzie sprzyjać ograniczeniu inflacji.

Odnosząc się do bieżącego poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że oczekiwane obniżenie się inflacji w polskiej gospodarce związane z niższą dynamiką krajowego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach (a także efektami bazy), uzasadnia pozostawienie stóp na niezmienionym poziomie. Taką ocenę wspiera też listopadowa projekcja inflacji i PKB. Jednocześnie nadal wskazywano, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen pozostaje wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

Dyskutując na temat przyszłej polityki pieniężnej, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymującą się znaczną niepewność, co do kształtowania się aktywności gospodarczej i inflacji zarówno na świecie, jak i w Polsce. Większość członków Rady podtrzymała przy tym ocenę, że przy obecnie oczekiwanym scenariuszu makroekonomicznym zakładającym spowolnienie wzrostu gospodarczego i jednocześnie stopniowe obniżanie się inflacji, możliwa jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie w kolejnych kwartałach. Nadal argumentowano, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja utrzymaniu stabilności makroekonomicznej.

Jednocześnie – podobnie jak na poprzednim posiedzeniu – część członków Rady była zdania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek. Członkowie ci oceniali, że wprawdzie inflacja w znacznym stopniu pozostaje pod wpływem czynników zewnętrznych, to w przypadku gdyby krajowa aktywność gospodarcza okazała się odporna na spowolnienie wzrostu PKB za granicą i przez to ograniczenie presji inflacyjnej wynikające z pogorszenia koniunktury okazało się mniejsze niż się obecnie oczekuje, uzasadnione mogłoby być podniesienie stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że dla polityki pieniężnej NBP bardzo ważna jest sytuacja w strefie euro, gdzie znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego skłoniło Europejski Bank Centralny do obniżenia w listopadzie stóp procentowych. W tym kontekście członkowie ci oceniali, że obniżenie stóp procentowych NBP w pewnej perspektywie może być uzasadnione.

Na listopadowym posiedzeniu Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 grudnia 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki oraz perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania sytuacji gospodarczej w Polsce, wskazywano na niską w III kw. br. dynamikę PKB w strefie euro i wysokie prawdopodobieństwo recesji w tej gospodarce w kolejnych kwartałach, do czego mogą przyczyniać się problemy kryzysu zadłużeniowego. Z kolei w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w III kw. br. nieznacznie przyspieszył i – zdaniem części członków Rady – można oceniać, że gospodarka amerykańska prawdopodobnie powraca stopniowo do stanu równowagi, choć z wyższą stopą bezrobocia i niższą dynamiką produktu potencjalnego. Równocześnie podkreślano, że mimo lepszej obecnie kondycji gospodarki amerykańskiej, w przypadku recesji w strefie euro można spodziewać się spowolnienia aktywności gospodarczej także w Stanach Zjednoczonych.

Odnosząc się do problemu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, członkowie Rady wskazywali, że same zapowiedzi przeprowadzenia reform gospodarczych, w tym w szczególności wzmocnienia dyscypliny i koordynacji fiskalnej w krajach strefy euro – nie poparte szybkimi działaniami dostosowawczymi – mogą okazać się niewystarczające do uspokojenia nastrojów na rynkach finansowych.

Podkreślano, że pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej, związane w dużym stopniu z kryzysem w strefie euro i towarzyszące mu utrzymywanie się napięć na rynkach finansowych przyczyniło się do obserwowanej w ostatnich miesiącach deprecjacji kursu złotego. Część członków Rady oceniała, że wynikająca z deprecjacji poprawa konkurencyjności cenowej krajowej produkcji będzie oddziaływała w kierunku ograniczenia spadku dynamiki polskiego eksportu w reakcji na oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie, a zwłaszcza w strefie euro. W połączeniu z pogorszeniem się konkurencyjności cenowej importu, słabszy złoty będzie zatem sprzyjał wyższej dynamice produkcji krajowej i poprawie w bilansie obrotów bieżących Polski.

Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że w związku z tym, iż znaczną część zadłużenia polskich przedsiębiorstw stanowi zadłużenie zagraniczne, osłabienie kursu złotego przełoży się na pogorszenie rachunku finansowego bilansu płatniczego. Deprecjacja złotego powoduje także wzrost wartości krajowego zadłużenia denominowanego w walutach obcych, co – szczególnie

w przypadku gospodarstw domowych – może zwiększać trudności z jego spłatą, a w rezultacie oddziaływać w kierunku pogorszenia sytuacji sektora bankowego i ograniczenia podaży kredytów. Niektórzy członkowie Rady zwracali też uwagę na ryzyko nasilenia – w następstwie kryzysu w strefie euro i trudnej sytuacji kapitałowej banków europejskich – odpływu kapitału z Polski i w konsekwencji ograniczenia podaży kredytu dla polskich podmiotów. Inni członkowie oceniali, że w warunkach słabszego wzrostu gospodarczego zmniejszy się przede wszystkim popyt na kredyt.

Część członków Rady wskazywała, że w przypadku poprawy nastrojów na światowych rynkach finansowych, biorąc pod uwagę „niedowartościowanie” kursu złotego oraz oczekiwane zmniejszenie skali nierównowagi zewnętrznej (tj. poprawę bilansu obrotów bieżących) i wewnętrznej (tj. zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych) polskiej gospodarki, możliwe jest stopniowe

umocnienie kursu złotego. Zwracano jednak uwagę, że w warunkach wstrząsów za granicą i wzrostu awersji do ryzyka, powodującej zwiększenie premii za ryzyko, zmienność złotego nadal może być podwyższona.

Analizując bieżącą sytuację w Polsce, wskazywano, że dane o PKB w III kw. potwierdziły, iż w okresie tym utrzymało się relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Część członków Rady oceniała przy tym, że oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce będzie związane przede wszystkim ze wzrostem niepewności wynikającej z oddziaływania czynników zewnętrznych. Potwierdzają to, ich zdaniem, badania koniunktury, z których wynika, że wykorzystanie mocy produkcyjnych utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę, że obawy o skutki obecnego kryzysu dla sytuacji gospodarczej w Polsce znacznie silniej oddziałują na działalność sektora przedsiębiorstw, a istotnie słabiej na zachowania konsumentów, na co wskazuje utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej.

W odniesieniu do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, członkowie Rady oceniali, że mimo spodziewanego pewnego osłabienia dynamiki PKB w 2012 r., na tle wyraźnego spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie będzie ona stosunkowo wysoka. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że wzrost PKB w 2012 r. może przekroczyć 3% r/r, a ważnym czynnikiem podtrzymującym go będzie konsumpcja prywatna. Zdaniem niektórych członków Rady, głównym ryzykiem dla wzrostu PKB będzie kształtowanie się dynamiki inwestycji prywatnych, przy prawdopodobnym zmniejszeniu skali inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej.

Omawiając kształtowanie się inflacji w Polsce, wskazywano, że jej obecnie podwyższony poziom wynika głównie z oddziaływania czynników pozostającym poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, tj. wysokich cen surowców na rynkach światowych, osłabienia złotego związanego ze wzrostem awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych oraz wzrostu cen administrowanych. Dwa pierwsze z tych czynników znajdują odzwierciedlenie w wysokiej dynamice PPI. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że utrzymywanie się inflacji istotnie powyżej celu przez dłuższy okres nie sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych, co jest widoczne w pogarszaniu się percepcji inflacji i struktury odpowiedzi osób prywatnych na pytania ankietowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych. Wśród czynników oddziałujących, choć w mniejszym stopniu, w kierunku wyższej inflacji wymieniano też czynniki popytowe, przekładające się na wzrost inflacji bazowej, w tym przede wszystkim utrzymującą się stosunkowo wysoką dynamikę spożycia indywidualnego. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na kształtowanie się sytuacji na rynku pracy, a w szczególności na utrzymywanie się podwyższonej stopy bezrobocia, spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz umiarkowaną dynamikę wynagrodzeń, które ograniczają presję kosztową i w efekcie presję inflacyjną. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady oceniali, że w drugiej połowie 2012 r. możliwe jest obniżenie się inflacji do poziomu celu inflacyjnego. Wśród czynników ograniczających inflację niektórzy członkowie Rady wymieniali też wzrost stopy oszczędności w sektorze przedsiębiorstw.

Głównym czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną w kolejnych kwartałach będzie, w opinii Rady, słabsza dynamika PKB wynikająca przede wszystkim z niższego wzrostu gospodarczego na świecie. Zdaniem członków Rady osłabienie krajowej aktywności gospodarczej będzie również wynikać z dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej. Jednak w kontekście wpływu tego zacieśnienia na inflację

niektórzy członkowie Rady oceniali, że struktura zacieśnienia może w krótkim okresie oddziaływać w kierunku wyższej inflacji. W znacznej mierze będzie ono bowiem polegać na zwiększeniu obciążeń podatkowych.

Jednocześnie dalsze przełożenie się obserwowanej w ostatnich miesiącach deprecjacji złotego na ceny krajowe, przy braku zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego, stwarza – zdaniem części członków Rady – ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji. Zwracano również uwagę na spodziewane w 2012 r. podwyżki cen administrowanych, akcyzy i opłat, których wysokość pozostaje w gestii samorządów, jako na czynniki oddziałujące w kierunku wydłużenia okresu powrotu inflacji do celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat bieżącego poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione. W uzasadnieniu tej decyzji wskazywano na wysoką obecnie niepewność co do kształtowania się aktywności gospodarczej i inflacji zarówno na świecie, jak i w Polsce, co utrudnia jednoznaczną ocenę prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę. Ponadto część członków Rady argumentowała, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja, szczególnie w warunkach podwyższonej niepewności, utrzymaniu stabilności makroekonomicznej.

W ocenie niektórych członków Rady utrzymująca się na podwyższonym poziomie bieżąca inflacja i jej relatywnie długi okres oczekiwanego powrotu do celu mogą stanowić przesłanki do podwyżki stóp procentowych. Z drugiej jednak strony prawdopodobne osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce powinno łagodzić presję inflacyjną w średnim okresie. W takiej sytuacji, w ocenie części członków Rady, zaostrzenie polityki pieniężnej może dodatkowo osłabić krajowy wzrost gospodarczy i zwiększyć ryzyko ukształtowania się inflacji poniżej celu w długim okresie.

Dyskutując na temat kierunku przyszłej polityki pieniężnej, część członków Rady podtrzymała ocenę, że utrzymywanie się stosunkowo zrównoważonego bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację uzasadnia stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie także w najbliższych kwartałach. Oczekiwany przez nich scenariusz makroekonomiczny zakłada łagodne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego i jednocześnie stopniowe obniżanie się inflacji. Część członków Rady była natomiast zdania, że w przyszłości może być uzasadnione zacieśnienie polityki pieniężnej. Wskazuje na to ich zdaniem wysokie prawdopodobieństwo utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie w kolejnych kwartałach mimo oczekiwanego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego, za czym przemawia słabsza wrażliwość inflacji na ujemną lukę popytową, silniejsze przełożenie się zmian kursu walutowego na inflację w warunkach dużych i jednokierunkowych zmian kursu i stosunkowo wysoki wzrost podaży pieniądza.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na scenariusze makroekonomiczne, które uzasadniałyby obniżenie w przyszłości stóp procentowych. Byłoby to, według nich, wskazane w warunkach silnego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnym obniżeniu się inflacji do celu.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

Załącznik 6

WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY
POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD WNIOSKAMI
I UCHWAŁAMI W 2011 R.

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2011 r.

• **Data:** 19 stycznia 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2011 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

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: 15 lutego 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 2/2011 w sprawie regulaminu Rady Polityki Pieniężnej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw: J. Winiecki

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

A. Zielińska-Głębocka

• Data: 2 marca 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 25 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

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

A. Zielińska-Głębocka

J. Winiecki był nieobecny na posiedzeniu.

• Data: 4 kwietnia 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 3/2011 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2010 r.

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: 5 kwietnia 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 4/2011 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw: E. Chojna-Duch

A. Bratkowski

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

• **Data:** 10 maja 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2011 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010.

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:** 10 maja 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2011 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2010.

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: 11 maja 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 7/2011 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

• Data: 17 maja 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 8/2011 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2010 r.

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 była nieobecna na posiedzeniu.

• **Data:** 8 czerwca 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o symetryczne zawężenie korytarza między stopą depozytową a stopą lombardową NBP o 0,5 punktu procentowego.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
A. Rzońca
A. Zielińska-Głębocka

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

• **Data:** 8 czerwca 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2011 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: E. Chojna-Duch

• Data: 6 lipca 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Kaźmierczak

Przeciw: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

• Data: 23 sierpnia 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 10/2011 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2012.

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: 20 września 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 11/2011 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

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska oraz A. Rzońca byli nieobecni na posiedzeniu.

• Data: 8 listopada 2011 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 12/2011 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków i wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw:

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

A. Rzońca był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 6 grudnia 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 13/2011 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2012.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw:

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka