



# MONITOR POLSKI

DZIENNIK URZĘDOWY RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

---

Warszawa, dnia 21 maja 2014 r.

Poz. 365

**UCHWAŁA NR 2/2014  
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 6 maja 2014 r.

**w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013**

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2013 r. poz. 908 i 1036) uchwała się, co następuje:

- § 1. Przyjmuje się sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013, 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, A. Glapiński, J. Hausner, A. Kaźmierczak, E.J. Osiatyński, A. Rzońca, J. Winiecki, A. Zielińska-Głębocka*

Załącznik do uchwały nr 2/2014 Rady Polityki Pieniężnej  
z dnia 6 maja 2014 r. (poz. 365)

**NBP**

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

Warszawa, maj 2014

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 to, że 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 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.

---

## Spis treści

|   |    |
|---|----|
| 1. Strategia polityki pieniężnej w 2013 r. ....   | 5  |
| 2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2013 r. ....                                      | 10 |
| 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2013 r. ....   | 17 |
| Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki .....  | 24 |
| Załącznik 2. PKB i popyt krajowy .....  | 27 |
| Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych .....  | 30 |
| Załącznik 4. Bilans płatniczy .....   | 34 |
| Załącznik 5. Pieniądz i kredyt .....  | 38 |
| Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej .....       | 41 |
| Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami 74 |    |

# 1. Strategia polityki pieniężnej w 2013 r.

W 2013 r. Rada Polityki Pieniężnej prowadziła politykę pieniężną zgodnie z zasadami zawartymi w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2013* przyjętych 18 września 2012 r., których główne elementy zostały przytoczone poniżej.

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 stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się do osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Realizując zadanie utrzymania stabilności cen banki centralne reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada Polityki Pieniężnej 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  $\pm 1$  punkt procentowy. Rada realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza 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 oraz innych banków centralnych wskazują, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. Umożliwia ona jednocześnie elastyczne reagowanie przez banki centralne na zewnętrzne wstrząsy.

Globalny kryzys finansowy pokazał, że dla zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie polityka pieniężna powinna być prowadzona w taki sposób, aby – dążąc do stabilizacji inflacji na poziomie celu w średnim okresie – ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, w szczególności wynikających z sytuacji w systemie finansowym. Czynnikiem sprzyjającym ograniczaniu tego ryzyka jest możliwość elastycznego kształtowania parametrów i sposobu zastosowania dostępnych instrumentów polityki pieniężnej w zależności od sytuacji w krajowym systemie finansowym. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia prowadzenie tak ukierunkowanej polityki pieniężnej, zwłaszcza gdy jest ona wspomagana przez politykę makroostrożnościową (traktowaną jako dodatkowy instrument polityki stabilizacyjnej banku centralnego). W tym kontekście ważna jest realizacja zalecenia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, dotyczącego utworzenia na poziomie krajowym instytucji odpowiedzialnych za politykę makroostrożnościową oraz zapewnienie bankowi centralnemu wiodącej roli w prowadzeniu tej polityki.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

W *Założeniach* Rada podkreśliła, że w 2013 r. polityka pieniężna NBP pozostanie ukierunkowana na realizację celu inflacyjnego w średnim okresie. Równocześnie Rada wskazała, że w kształtowaniu polityki pieniężnej będzie się kierować następującymi zasadami:

- 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. Przy ocenie 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. Ponadto, ułatwiają one odróżnianie wpływu na inflację wstrząsów podażowych od wpływu czynników popytowych.
- 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 i kierunku oddziaływania wstrząsu oraz 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. W *Założeniach* Rada wskazywała, że oceniając potrzebę reakcji na wstrząsy będzie jednak brała pod uwagę to, że w Polsce niskie oczekiwania inflacyjne nie były dostatecznie utrwalone. Stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oddziałuje na skalę oraz trwałość wpływu wstrząsów popytowych i podażowych na inflację. Rada podkreślała również, że w przypadku wstrząsów, które w ocenie Rady mogły wywołać względnie trwałe 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. Dylematy polityki pieniężnej w przypadku tego typu wstrząsów przedstawiają się następująco:

- Próba neutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może pogłębiać spadek dynamiki produkcji, wynikający z niekorzystnego oddziaływania tego wstrząsu na konsumpcję i inwestycje.

## 1. Strategia polityki pieniężnej w 2013 r.

- Z kolei próba 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, niedopuszczające do utrwalenia się podwyższonej inflacji.

W przypadku wstrząsów wynikających z fluktuacji awersji do ryzyka (czynnika zmiennego), przedwczesna reakcja polityki pieniężnej, może – w sytuacji nagłego odwrócenia ich znaku – prowadzić do nadmiernej zmienności stóp procentowych, a w efekcie również zmienności inflacji i tempa wzrostu.

Reakcja banku centralnego na wstrząs zależy od oceny trwałości jego skutków, w tym od oceny ryzyka pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy. Istotne znaczenie w ocenie ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji ma zatem stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oraz całokształt sytuacji makroekonomicznej, który może sprzyjać narastaniu presji płacowej albo ją ograniczać.

W kontekście reakcji banku centralnego na wstrząsy ważna jest możliwość elastycznego określania długości horyzontu powrotu inflacji do celu inflacyjnego w zależności od natury wstrząsu.

- 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 te powodują, że banki centralne mogą oceniać długość opóźnień 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. z 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 prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej, w tym utrzymywania stóp procentowych na podwyższonym poziomie.
- Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, co wyklucza sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych. Ta naturalna niepewność 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 prawdopodobieństwo 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* Rada wskazała ponadto, że ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych. Podkreśliła, że dla utrzymania stabilności makroekonomicznej gospodarki, w tym dla utrzymania stabilności cen, niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewniałaby



---

1. Strategia polityki pieniężnej w 2013 r.

---

długookresową stabilność finansów publicznych. Rada zwróciła uwagę, że polityka pieniężna nakierowana na stabilność cen, sprzyja jednocześnie stabilności w finansach publicznych.

## 2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2013 r.

Podejmując decyzje dotyczące polityki pieniężnej w 2013 r. Rada – podobnie jak w poprzednich latach – dążyła do utrzymania stabilności cen, tj. stabilizowania inflacji na poziomie 2,5% w średnim okresie, co sprzyja utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Polityka pieniężna była prowadzona jednocześnie w taki sposób, aby ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce.

Rada w swoich decyzjach uwzględniała przede wszystkim zmieniającą się ocenę czynników determinujących procesy inflacyjne w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ocena ta była uwarunkowana dostępnymi, w momencie podejmowania decyzji, informacjami dotyczącymi procesów gospodarczych, w tym prognozami makroekonomicznymi opracowywanymi w NBP oraz w instytucjach zewnętrznych.

Od stycznia do lipca 2013 r. Rada kontynuowała, rozpoczęty w listopadzie 2012 r., cykl obniżek stóp procentowych NBP. W tym okresie stopy procentowe NBP zostały obniżone o 1,75 pkt proc. (Tabela 1). W ramach całego cyklu Rada obniżyła stopy procentowe NBP łącznie o 2,25 pkt proc. W rezultacie stopa referencyjna NBP została obniżona z 4,75% do 2,50%, a więc do najniższego poziomu w historii<sup>1</sup>. Istotne złagodzenie polityki pieniężnej – oddziałujące w kierunku spadku realnych stóp procentowych – związane było z wyraźnym obniżeniem się inflacji w warunkach niskiego wzrostu gospodarczego i ryzykiem utrzymania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%).

W okresie wrzesień-grudzień 2013 r. Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniała bowiem, że wcześniejsze znaczące obniżenie stóp procentowych oraz ich utrzymywanie na niezmiennym poziomie będzie sprzyjać ożywieniu gospodarczemu oraz stopniowemu powrotowi inflacji do celu. Ponadto, we wrześniu i październiku 2013 r. Rada sygnalizowała, że przynajmniej do końca 2013 r. stopy procentowe prawdopodobnie pozostaną niezmienione. Na posiedzeniu w listopadzie 2013 r. Rada wydłużyła sygnalizowany okres prawdopodobnego utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.<sup>2</sup> Sygnalizowanie utrzymywania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie w kolejnych kwartałach również sprzyjało ożywieniu gospodarczemu i stopniowemu powrotowi inflacji do celu, a ponadto – stabilizacji na krajowym rynku finansowym.

<sup>1</sup> Od listopada 2012 r. do lipca 2013 r. pozostałe stopy procentowe NBP zostały obniżone w takiej samej skali jak stopa referencyjna: stopa lombardowa z 6,25% do 4,00%, stopa depozytowa z 3,25% do 1,00%, a stopa redyskonta weksli z 5,00% do 2,75%.

<sup>2</sup> Na posiedzeniu w lutym 2014 r. Rada wydłużyła sygnalizowany okres prawdopodobnego utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca III kw. 2014 r.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

**Tabela 1.** Podstawowe stopy procentowe NBP na koniec 2012 r. i na koniec kolejnych miesięcy w 2013 r.

|                            | Stopa referencyjna | Stopa lombardowa | Stopa depozytowa | Stopa redyskonta weksli |
|----------------------------|--------------------|------------------|------------------|-------------------------|
| <b>Grudzień 2012 r.</b>    | 4,25%              | 5,75%            | 2,75%            | 4,50%                   |
| <b>Styczeń 2013 r.</b>     | 4,00%              | 5,50%            | 2,50%            | 4,25%                   |
| <b>Luty 2013 r.</b>        | 3,75%              | 5,25%            | 2,25%            | 4,00%                   |
| <b>Marzec 2013 r.</b>      | 3,25%              | 4,75%            | 1,75%            | 3,50%                   |
| <b>Kwiecień 2013 r.</b>    | 3,25%              | 4,75%            | 1,75%            | 3,50%                   |
| <b>Maj 2013 r.</b>         | 3,00%              | 4,50%            | 1,50%            | 3,25%                   |
| <b>Czerwiec 2013 r.</b>    | 2,75%              | 4,25%            | 1,25%            | 3,00%                   |
| <b>Lipiec 2013 r.</b>      | 2,50%              | 4,00%            | 1,00%            | 2,75%                   |
| <b>Sierpień 2013 r.</b>    | 2,50%              | 4,00%            | 1,00%            | 2,75%                   |
| <b>Wrzesień 2013 r.</b>    | 2,50%              | 4,00%            | 1,00%            | 2,75%                   |
| <b>Październik 2013 r.</b> | 2,50%              | 4,00%            | 1,00%            | 2,75%                   |
| <b>Listopad 2013 r.</b>    | 2,50%              | 4,00%            | 1,00%            | 2,75%                   |
| <b>Grudzień 2013 r.</b>    | 2,50%              | 4,00%            | 1,00%            | 2,75%                   |

Źródło: NBP.

Decyzje Rady w 2013 r. były uwarunkowane następującymi czynnikami:

Dane napływające w I połowie 2013 r. wskazywały na kształtowanie się wzrostu gospodarczego na świecie na niskim poziomie. W szczególności gospodarka Stanów Zjednoczonych w IV kw. 2012 r. była w stagnacji, a w I kw. 2013 r. tamtejszy PKB wzrósł jedynie nieznacznie. W tym samym okresie w strefie euro trwała recesja oraz utrzymywała się znacząca niepewność co do momentu i skali oczekiwanego ożywienia gospodarczego. W największej gospodarce strefy euro – Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski – w IV kw. 2012 r. oraz w I kw. 2013 r. utrzymały się tendencje recesyjno-stagnacyjne. Osłabiona dynamika aktywności w gospodarkach rozwiniętych negatywnie wpływała na sytuację gospodarczą w największych gospodarkach wschodzących, w których dynamika PKB pozostawała – jak na te kraje – niska. Równocześnie miesięczne dane o koniunkturze publikowane w I połowie 2013 r. wskazywały, że w kolejnych kwartałach wzrost w gospodarce światowej pozostanie umiarkowany.

Ze względu na niską presję popytową, której towarzyszył spadek cen surowców na rynkach światowych, w I połowie 2013 r. inflacja w wielu krajach, w tym zwłaszcza rozwiniętych, obniżała się i pozostawała niższa od wieloletniej średniej.

W I połowie 2013 r. główne banki centralne dalej prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną. Fed podtrzymał swoją deklarację pozostawienia krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie bliskim zera przez dłuższy okres oraz kontynuował zakup aktywów, sygnalizując jednak od maja możliwość wcześniejszego niż oczekiwano zmniejszenia skali luzowania ilościowego. Z kolei EBC w maju obniżył stopę podstawowych operacji refinansujących o 0,25 pkt proc. oraz podtrzymywał gotowość do zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Równocześnie Bank Japonii w kwietniu ogłosił nowy program luzowania ilościowego, w którym zobowiązał się do podwojenia bazy monetarnej poprzez zwiększenie zasobu posiadanych obligacji skarbowych oraz aktywów finansowych sektora prywatnego.

Silnie ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych sprzyjała stabilizacji nastrojów na światowych rynkach finansowych w pierwszych miesiącach 2013 r. Jednak w maju i czerwcu, po pojawieniu się sygnałów z Fed, dotyczących możliwości rozpoczęcia ograniczania skali ilościowego luzowania, awersja do ryzyka na światowych rynkach finansowych istotnie wzrosła. W rezultacie nastąpił odpływ kapitału z gospodarek wschodzących, a kursy walutowe wielu z tych krajów znacząco się osłabiły. Pogorszenie nastrojów na światowych rynkach finansowych przyczyniło się również do odpływu kapitału z Polski – spadło zaangażowanie nierezydentów na rynku obligacji skarbowych, wzrosły rentowości obligacji, a kurs złotego osłabił się (skala deprecjacji była jednak znacznie mniejsza niż wielu innych walut gospodarek wschodzących). W czerwcu 2013 r. NBP dokonał sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote.

Dane napływające w I półroczu 2013 r. dotyczące gospodarki Polski wskazywały na dalsze i silniejsze niż oczekiwano spowolnienie dynamiki PKB. W IV kw. 2012 r. i w I kw. 2013 r. dynamika popytu krajowego była ujemna, co związane było ze spadkiem inwestycji oraz stagnacją konsumpcji. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostał eksport netto, co wynikało ze spadku importu, przy jednoczesnym nieznacznym wzroście eksportu.

Również dane miesięczne dostępne w I połowie 2013 r. wskazywały na niski wzrost gospodarczy. Roczna dynamika produkcji sprzedanej przemysłu była w I kw. ujemna, po czym w kolejnych miesiącach kształtowała się na dodatnim – choć niskim – poziomie. W całej I połowie 2013 r. znacząco spadała produkcja budowlano-montażowa. Słabość popytu konsumpcyjnego była sygnalizowana przez stagnację sprzedaży detalicznej.

Niska dynamika aktywności gospodarczej przyczyniła się do pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Napływające w I połowie 2013 r. dane wskazywały, że po wyhamowaniu wzrostu liczby pracujących w gospodarce w IV kw. 2012 r., w I kw. 2013 r. liczba pracujących obniżyła się (w ujęciu rocznym). Na kontynuację spadku liczby pracujących w gospodarce w kolejnych miesiącach wskazywały miesięczne dane o zatrudnieniu w przedsiębiorstwach. Spadek liczby pracujących przyczynił się do dalszego wzrostu stopy bezrobocia, która w całej I połowie 2013 r. pozostawała podwyższona. Podwyższona stopa bezrobocia ograniczała dynamikę wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy.

Dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego w kolejnych miesiącach I połowy 2013 r. była niska w porównaniu do lat wcześniejszych. W szczególności dynamika kredytu dla gospodarstw domowych na początku 2013 r. spowalniała, po czym utrzymywała się na niskim poziomie. Na takie jej kształtowanie złożył się słabszy niż rok wcześniej wzrost kredytów mieszkaniowych oraz spadek kredytów konsumpcyjnych. Równocześnie dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw stopniowo wyhamowywała i w II kw. 2013 r. zbliżyła się do zera.

Inflacja CPI, po obniżeniu się w okolice celu inflacyjnego pod koniec 2012 r., w kolejnych miesiącach dalej wyraźnie spadała. Spadek inflacji był większy od oczekiwań. W I kw. 2013 r. inflacja CPI wyniosła średnio 1,3%, a w II kw. 2013 r. – średnio 0,5%, tj. znalazła się znacząco poniżej celu inflacyjnego NBP. Znaczący i silniejszy od oczekiwań spadek inflacji wynikał przede wszystkim z

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

odziaływania czynników znajdujących się poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. W szczególności spadły ceny energii (co było związane z obniżeniem cen gazu ziemnego na początku roku oraz spadkiem cen surowców energetycznych na rynkach światowych) i spowolniła dynamika cen żywności (co w dużym stopniu wynikało ze wzrostu krajowej podaży większości produktów rolnych). Spadkowi inflacji poniżej celu inflacyjnego sprzyjało również silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu PKB. Przyczyniło się ono do obniżenia inflacji bazowej. Na niską presję kosztową w gospodarce wskazywał z kolei spadek cen produkcji sprzedanej. Wraz ze spadkiem inflacji bieżącej, obniżały się oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych oraz prognozy inflacji. Również projekcja marcowa NBP wskazywała, że w kolejnych kwartałach inflacja może być niższa niż wcześniej prognozowano, a także, że może się kształtować poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.

Wobec tych uwarunkowań, w I połowie 2013 r. Rada kontynuowała rozpoczęty w listopadzie 2012 r. cykl obniżek stóp procentowych NBP. W styczniu i lutym Rada obniżyła stopy procentowe NBP każdorazowo o 0,25 pkt proc. W ocenie Rady napływające dane potwierdzały bowiem utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, któremu towarzyszył brak presji płacowej i niska presja inflacyjna. Równocześnie Rada oceniała, że dynamika PKB w kolejnych kwartałach pozostanie umiarkowana, przez co istniało ryzyko utrzymania się inflacji CPI poniżej celu NBP w średnim okresie. Po zapoznaniu się z marcową projekcją inflacji i PKB, która wspierała tę ocenę, Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 0,5 pkt proc. W maju, czerwcu i lipcu 2013 r. Rada ponownie obniżyła stopy procentowe NBP, każdorazowo o 0,25 pkt proc. Napływające dane wskazywały bowiem na silniejsze niż oczekiwano spowolnienie dynamiki PKB i spadek inflacji. W rezultacie, mimo dokonanych wcześniej obniżek stóp procentowych, nadal utrzymywało się ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie<sup>3</sup>. Równocześnie utrzymywała się znacząca niepewność co do skali i momentu oczekiwanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, która mogła negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce.

Na posiedzeniu w lipcu Rada zakomunikowała zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych, uznając, że dokonane od listopada 2012 r. znaczące obniżenie stóp procentowych NBP, sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Do lipca 2013 r. stopa referencyjna NBP została obniżona z 4,75% (w październiku 2012 r.) do 2,50% (w lipcu 2013 r.). W rezultacie, realna stopa procentowa (stopa referencyjna NBP deflowana oczekiwaniami analityków sektora finansowego dotyczącymi inflacji w perspektywie 12 miesięcy) spadła z 2,1% w październiku 2012 r. do 0,5% w lipcu 2013 r.<sup>4</sup>

Dane napływające w II połowie 2013 r. wskazywały na stopniowy wzrost dynamiki aktywności w gospodarce światowej. Tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w II i III kw. 2013 r. przyspieszało. W tym samym okresie PKB w strefie euro – po kilku kwartałach spadku – nieznacznie wzrósł. W szczególności nastąpiło pewne ożywienie aktywności w Niemczech. Publikowane w II

---

<sup>3</sup> Na ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie – pomimo oczekiwanego ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach – wskazywała również lipcowa projekcja inflacji i PKB, sporządzona przy założeniu niezmiennych stóp procentowych (tj. nie uwzględniająca lipcowej obniżki stóp procentowych o 0,25 pkt proc.).

<sup>4</sup> Istotne obniżenie się realnej stopy procentowej nastąpiło pomimo spadku oczekiwań analityków co do poziomu inflacji w perspektywie 12 miesięcy.

## 2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2013 r.

połowie 2013 r. wskaźniki sygnalizowały, że poprawa koniunktury na świecie – choć pozostanie umiarkowana – będzie stopniowo postępowała, a w szczególności, że dynamika PKB w strefie euro prawdopodobnie będzie dodatnia. Mimo pewnego ożywienia aktywności w gospodarce światowej w największych gospodarkach wschodzących wzrost gospodarczy w II połowie 2013 r. był wciąż relatywnie niski.

Inflacja w gospodarce światowej w połowie 2013 r. przejściowo wzrosła, jednak w II połowie 2013 r. ponownie ukształtowała się na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Utrzymaniu niskiej inflacji sprzyjała umiarkowana dynamika PKB na świecie oraz spadek cen wielu surowców na rynkach światowych.

W II połowie 2013 r. polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostała silnie ekspansywna. W omawianym okresie Fed kontynuował program luzowania ilościowego, choć w grudniu ogłosił rozpoczęcie ograniczania skali zakupu aktywów<sup>5</sup>. Fed podtrzymywał swoją deklarację utrzymywania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez dłuższy okres. Z kolei EBC w lipcu 2013 r. ogłosił, że stopy procentowe pozostaną na ówczesnym lub niższym poziomie przez dłuższy czas, po czym w listopadzie 2013 r. obniżył je o 0,25 pkt proc. W całej II połowie 2013 r. EBC potwierdzał także gotowość do zakupów obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym.

Czynnikiem istotnie wpływającym na sytuację na światowych rynkach finansowych w połowie 2013 r. były oczekiwania dotyczące rozpoczęcia przez Fed ograniczania programu luzowania ilościowego. Oczekiwania te przyczyniały się – zwłaszcza do początku września 2013 r. – do odpływu kapitału z bardziej ryzykownych rynków, zwiększenia zmienności kursów walutowych gospodarek wschodzących i wzrostu rentowności obligacji skarbowych w wielu krajach. W rezultacie również w Polsce, do połowy września rosły rentowności obligacji skarbowych, czemu towarzyszył spadek zaangażowania nierezzydentów na tym rynku. Kurs złotego – pomimo pewnej zmienności – pozostał bardziej stabilny niż kursy walutowe wielu innych gospodarek wschodzących.

Wrześniowa decyzja Fed o utrzymaniu skali łagodzenia ilościowego przyczyniła się do stabilizacji nastrojów na światowych rynkach finansowych. W kierunku wyższych cen aktywów w II połowie 2013 r. oddziaływały także publikacje danych, wskazujących na poprawę koniunktury w gospodarce światowej. W Polsce – oprócz wymienionych czynników – poprawie nastrojów na krajowym rynku finansowym sprzyjały także sygnały stopniowego ożywienia wzrostu PKB oraz ograniczenie nierównowagi zewnętrznej kraju.

Dostępne w II połowie 2013 r. dane dotyczące gospodarki Polski wskazywały na stopniową poprawę koniunktury. Po okresie silnego spowolnienia, roczna dynamika PKB w II kw. 2013 r. ustabilizowała się, po czym w III kw. 2013 r. nieco przyspieszyła. Tempo wzrostu PKB w omawianym okresie pozostawało jednak niskie. Ożywienie gospodarcze w II i w III kw. 2013 r. było wspierane przede wszystkim przez przyspieszenie eksportu, następujące wraz ze stopniową poprawą koniunktury za

<sup>5</sup> Ograniczenie skali programu luzowania ilościowego – zgodnie z grudniową zapowiedzią Fed – miało nastąpić w styczniu 2014 r.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

granicą. W połączeniu ze spadkiem importu w II kw. 2013 r. i jego jedynie umiarkowanym wzrostem w III kw. 2013 r. (w ujęciu rocznym), eksport netto stanowił główny popytowy czynnik wzrostu gospodarczego. Równocześnie w II połowie roku nastąpiła powolna odbudowa popytu krajowego, związana zarówno ze stopniowym wzrostem dynamiki konsumpcji, jak i inwestycji.

Stopniową poprawę koniunktury w Polsce potwierdzały napływające w II połowie 2013 r. dane miesięczne. Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu, choć pozostała umiarkowana, to stopniowo przyspieszała, a spadek produkcji budowlano-montażowej był coraz mniejszy. Po stagnacji w I połowie 2013 r. w kolejnych miesiącach sprzedaż detaliczna powoli rosła (w ujęciu rocznym), co świadczyło o ożywieniu popytu konsumpcyjnego. Systematycznie poprawiały się również wszystkie wskaźniki koniunktury, co sygnalizowało prawdopodobny wzrost aktywności w kolejnych kwartałach. Na dalsze stopniowe ożywienie gospodarcze wskazywały także prognozy rynkowe, które od września 2013 r. były rewidowane w górę. Również projekcja listopadowa NBP przewidywała, że wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach może być wyższy niż przewidywano w projekcji lipcowej.

Dane dostępne w II połowie 2013 r. wskazywały, że sytuacja na rynku pracy pozostawała niekorzystna, choć pod koniec roku pojawiły się sygnały jej nieznacznej poprawy. W II kw. 2013 r. liczba pracujących w gospodarce wciąż spadała, jednak w III kw. 2013 r. spadek ten wyhamował. Podobne tendencje widoczne były w sektorze przedsiębiorstw, gdzie pod koniec 2013 r. odnotowano nawet nieznaczny wzrost zatrudnienia<sup>6</sup>. Równocześnie stopa bezrobocia wg BAEL w II kw. ustabilizowała się, po czym w kolejnym kwartale nieco się obniżyła (po wyrównaniu sezonowym). Stopniowy spadek stopy bezrobocia (po wyrównaniu sezonowym) potwierdzały również dane miesięczne z urzędów pracy. Bezrobocie w II połowie 2013 r. pozostawało jednak podwyższone, co ograniczało presję płacową. Dynamika płac i jednostkowych kosztów pracy była niższa od wieloletniej średniej.

Dynamika akcji kredytowej w II połowie 2013 r. nieco przyspieszyła, choć pozostała ograniczona. W szczególności, po wcześniejszym spadku, w połowie 2013 r. zaczęły rosnąć kredyty konsumpcyjne. Równocześnie napływające dane wskazywały, że przyrost kredytu mieszkaniowego dla gospodarstw domowych – po kilku kwartałach obniżania się – ustabilizował się na niskim poziomie. Dalej spadała jednak dynamika kredytów dla przedsiębiorstw.

Po znaczącym spadku w I połowie 2013 r., w kolejnych miesiącach inflacja CPI nieco wzrosła, pozostając jednak znacząco poniżej celu inflacyjnego NBP. W III kw. 2013 r. średni poziom rocznego wskaźnika CPI wyniósł 1,1%, zaś w IV kw. 0,7%. W dalszym ciągu w kierunku niskiej inflacji oddziaływał wcześniejszy spadek cen energii oraz niska dynamika cen żywności<sup>7</sup>. Z kolei inflacja

---

<sup>6</sup> Choć zgodnie z danymi miesięcznymi z sektora przedsiębiorstw, zatrudnienie w ujęciu rocznym spadało, to spadek ten w kolejnych miesiącach stopniowo wyhamowywał. W listopadzie odnotowano wzrost zatrudnienia o 0,1% r/r, a w grudniu o 0,3% r/r.

<sup>7</sup> Dynamika cen żywności, po przejściowym wzroście w połowie roku, w kolejnych miesiącach – wraz z poprawą sytuacji podażowej na rynkach surowców rolnych – ponownie spadała. Wzrost dynamiki cen żywności w połowie roku był związany z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi przyczyniającymi się do ograniczenia krajowej podaży warzyw. Wzrost dynamiki cen żywności w tym okresie był także efektem zmiany wzorca sezonowości cen warzyw uwzględnianego przez GUS w obliczaniu wskaźnika cen konsumpcyjnych.

## 2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2013 r.

bazowa mimo pewnego wzrostu – związanego ze wzrostem opłat za wywóz nieczystości od lipca 2013 r. – pozostała niska i świadczyła o braku presji popytowej w gospodarce. W związku z niską inflacją bieżącą, oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw utrzymywały się na poziomie znacząco poniżej celu inflacyjnego. Jednak, charakteryzujące się większą stabilnością oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego (w perspektywie 12-u miesięcy) pozostawały na poziomie jedynie nieco poniżej 2,5%. Również projekcja listopadowa NBP wskazywała, że w kolejnych kwartałach nastąpi wzrost inflacji i będzie ona wyższa niż oczekiwano w projekcji lipcowej. Oczekiwany wzrost inflacji – zgodnie z projekcją listopadową – nie był jednak na tyle silny, aby zagrozić realizacji celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.

W okresie wrzesień-grudzień 2013 r. Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co sprzyjało utrzymaniu się niskiej realnej stopy procentowej<sup>8</sup>. Oceniała bowiem, że wcześniejsze znaczące obniżenie stóp procentowych oraz ich utrzymywanie na niezmiennym poziomie sprzyja ożywieniu gospodarczemu oraz stopniowemu powrotowi inflacji do celu. Ponadto, we wrześniu i październiku 2013 r. Rada sygnalizowała, że przynajmniej do końca 2013 r. stopy procentowe prawdopodobnie pozostaną niezmienione. Na posiedzeniu w listopadzie 2013 r. Rada wydłużyła sygnalizowany okres prawdopodobnego utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.<sup>9</sup> Sygnalizowanie utrzymywania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie w kolejnych kwartałach również sprzyjało ożywieniu gospodarczemu i stopniowemu powrotowi inflacji do celu, a ponadto – stabilizacji na krajowym rynku finansowym.

\* \* \*

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii celu inflacyjnego była w 2013 r. – podobnie jak w poprzednich latach – komunikacja z otoczeniem, polegająca na przedstawianiu przez Radę informacji o podejmowanych i możliwych przyszłych decyzjach wraz z oceną przebiegu procesów gospodarczych wpływającą na te decyzje. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2013 r. nadal należały publikowane cyklicznie: *Informacje po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* (i towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniu Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*<sup>10</sup>, *Raporty o inflacji*, a także publikowane raz w roku: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na 2012 r.* i *Założenia polityki pieniężnej na rok 2014*.

<sup>8</sup> Realna stopa procentowa (tj. stopa referencyjna NBP deflowana oczekiwaniami analityków sektora finansowego dotyczącymi inflacji w perspektywie 12 miesięcy) utrzymywała się w przedziale 0,3-0,4% (w okresie wrzesień-grudzień 2013 r.).

<sup>9</sup> Na posiedzeniu w lutym 2014 r. Rada wydłużyła sygnalizowany okres prawdopodobnego utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca III kw. 2014 r.

<sup>10</sup> W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które wpływały na decyzje podejmowane przez Radę w 2013 r.



### 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2013 r.

W 2013 r. Rada realizowała politykę pieniężną dążąc do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który sprzyjał realizacji założonego celu inflacyjnego w średnim okresie.

Instrumentem polityki pieniężnej, na którego poziom Rada wpływała bezpośrednio, były stopy procentowe NBP. Od wysokości stopy referencyjnej uzależniona była rentowność operacji otwartego rynku. Stopy depozytowa oraz lombardowa określały poziom oprocentowania odpowiednich operacji depozytowo-kredytowych. Z kolei stopa redyskonta weksli w sposób pośredni wyznaczała oprocentowanie rezerwy obowiązkowej.

Zestaw instrumentów stosowany przez NBP był dostosowany do realizowanej strategii polityki pieniężnej, a także do utrzymującej się w krajowym sektorze bankowym trwałej nadwyżki płynności.

Sytuacja utrzymująca się na krajowych oraz zagranicznych rynkach finansowych nie wymagała w 2013 r. wprowadzenia przez NBP istotnych zmian w zakresie implementacji polityki pieniężnej.

#### **Płynność sektora bankowego w 2013 r.**

W 2013 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach utrzymującej się nadpłynności sektora bankowego<sup>11</sup>. Jej średni poziom w roku wyniósł 126.541 mln zł, tj. o 30.235 mln zł (31,4%) więcej niż w 2012 r.<sup>12</sup>

W trakcie 2013 r. nadpłynność sektora bankowego ulegała niewielkim wahaniom. W poszczególnych miesiącach roku jej poziom kształtował się w granicach 123.485-129.048 mln zł. W grudniu 2013 r. średni poziom nadpłynności wyniósł 123.485 mln zł i był wyższy o 6.562 mln zł (tj. o 5,6%) w porównaniu z grudniem 2012 r. W 2013 r. na wzrost płynności sektora bankowego najsilniej oddziaływał skup walut obcych dokonywany przez NBP ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej (fundusze strukturalne, Wspólna Polityka Rolna) oraz z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów w NBP. Łączne saldo skupu i sprzedaży walut dokonywanych przez NBP wpłynęło na zwiększenie płynności sektora bankowego o 12.077 mln zł. Do wzrostu płynności sektora bankowego przyczyniły się ponadto: wypłata części zysku NBP do budżetu państwa (5.264 mln zł), wypłata dyskonta od bonów pieniężnych NBP (3.843 mln zł), wypłata odsetek od rezerwy obowiązkowej (921 mln zł) oraz spadek poziomu depozytów sektora publicznego w NBP (921 mln zł).

Wśród czynników ograniczających płynność sektora bankowego największe znaczenie miał przyrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu, który wyniósł 12.414 mln zł. Drugim istotnym czynnikiem zmniejszającym zasób środków w dyspozycji sektora bankowego był wzrost poziomu rezerwy obowiązkowej (1.550 mln zł).

---

<sup>11</sup> Nadpłynność sektora bankowego jest to nadwyżka środków pozostająca w sektorze bankowym ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej, obliczana w odpowiednich okresach utrzymywania rezerwy. Miarą nadpłynności jest saldo przeprowadzanych przez bank centralny operacji otwartego rynku oraz depozytowo-kredytowych.

<sup>12</sup> Dane dotyczące poziomu nadpłynności zostały podane jako średnie w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

## Stopy procentowe NBP

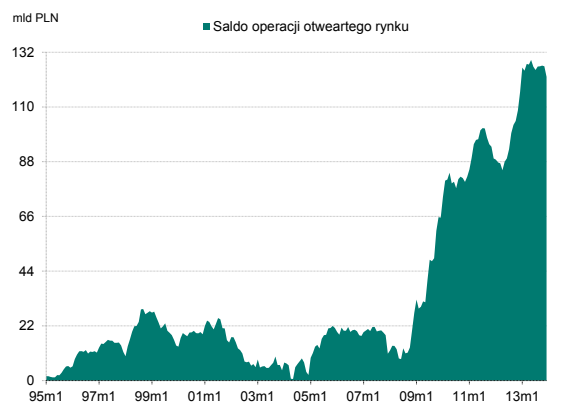
Najważniejsze znaczenie w realizacji polityki pieniężnej w 2013 r. miała stopa referencyjna NBP. Zmiany jej wysokości wyznaczały kierunek prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej. Stopa ta, określając rentowność operacji otwartego rynku, wpływała na oprocentowanie krótkoterminowych instrumentów rynku pieniężnego, w tym m.in. niezabezpieczonych depozytów międzybankowych.

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<sup>13</sup>.

## Operacje otwartego rynku

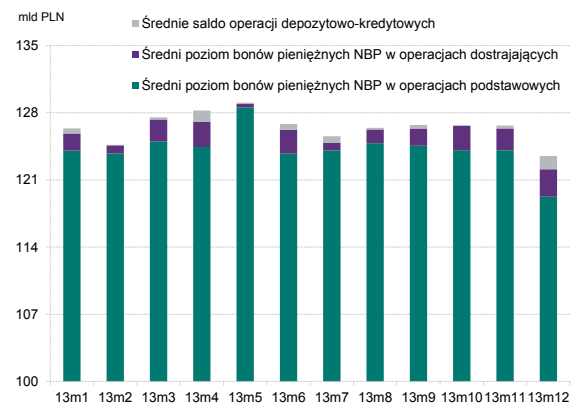
W 2013 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej było dążenie do kształtowania stawki POLONIA<sup>14</sup> w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Cel ten realizowany był za pomocą operacji otwartego rynku, które wykorzystywane były do zarządzania płynnością sektora bankowego.

**Wykres 1** Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995 - 2013



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2** Instrumenty absorbujące nadpłynność w poszczególnych miesiącach w 2013 r.



Źródło: Dane NBP.

Operacje podstawowe przeprowadzane były regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności (operacje służyły absorpcji nadwyżki płynności z sektora bankowego). Na wszystkich przetargach obowiązywała stała rentowność równa obowiązującej wysokości stopy referencyjnej NBP. W 2013 r. średni dzienny poziom emisji bonów w ramach operacji podstawowych wyniósł 124.232 mln zł i był wyższy od średniego poziomu odnotowanego w 2012 r. o 29.901 mln zł.

Bank centralny emitował również bony pieniężne NBP w ramach operacji dostrajających. Operacje te miały krótszy termin zapadalności niż operacje podstawowe. Przeprowadzane były nieregularnie w

<sup>13</sup> Środki utrzymywane przez banki w formie rezerwy obowiązkowej oprocentowane były w 2013 r. na poziomie 0,9 stopy redyskonta weksli

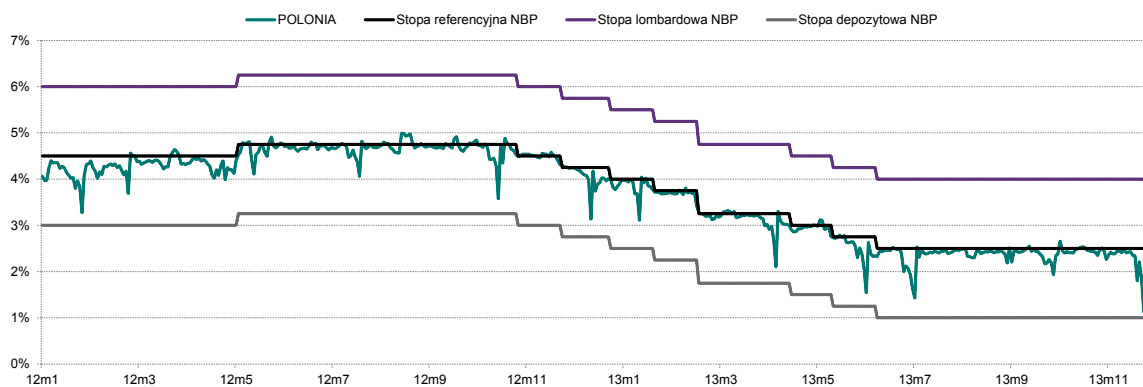
<sup>14</sup> POLONIA (ang. Polish Overnight Index Average) – średnia stawka overnight ważona wielkością transakcji na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17 00.

## 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2013 r.

trakcie okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej, w przypadku wystąpienia znacznego niezbilansowania warunków płynnościowych w sektorze bankowym, oraz regularnie w ostatnim dniu roboczym wspomnianych okresów. Łącznie w ciągu 2013 r. przeprowadzono 25 operacji dostrajających (tj. o 2 więcej niż w roku poprzednim). Średni dzienny poziom emisji bonów pieniężnych NBP w ramach tego typu operacji wyniósł 1.846 mln zł i był wyższy niż w 2012 r. o 264 mln zł.

W 2013 r., podobnie jak w roku poprzednim, średnie absolutne odchylenie POLONII od stopy referencyjnej NBP utrzymywało się na niskim poziomie, wynoszącym 18 pb (wobec 21 pb w 2012 r.)<sup>15</sup>. Niska była również zmienność wskazanego indeksu – odchylenie standardowe POLONII na przestrzeni ostatniego roku wyniosło 20 pb (w porównaniu do 21 pb w 2012 r.).

Wykres 3 Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w latach 2012-2013



Źródło: Dane NBP.

Warto podkreślić, iż odnotowany w 2013 r. poziom zmienności stawki POLONIA, a także skala jej odchyłeń względem stopy referencyjnej NBP są zbliżone do wartości analogicznych indeksów notowanych na krajowym rynku międzybankowym przed wystąpieniem kryzysu na światowych rynkach finansowych. Średnia wartość różnicy pomiędzy wskazanymi stawkami kształtowała się na poziomie 24 pb w 2007 r. oraz 19 pb w okresie styczeń-wrzesień 2008 r. (tj. przed upadkiem banku inwestycyjnego Lehman Brothers). Z kolei zmienność indeksu POLONIA, mierzona odchyleniem standardowym, wyniosła odpowiednio 45 pb oraz 33 pb. Dla porównania, średnie wartości wspomnianych wskaźników w latach 2010 i 2011 wynosiły: odchylenie absolutne stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP – odpowiednio 69 pb oraz 43 pb, odchylenie standardowe stawki POLONIA – 38 pb oraz 34 pb. Oznacza to, iż skala odchyłeń indeksu POLONIA od stopy referencyjnej NBP zmniejszyła się w ostatnich latach ponad trzykrotnie.

Istotne znaczenie dla ograniczenia odchyłeń stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP oraz jej zmienności miało rozpoczęcie stosowania krótkoterminowych operacji otwartego rynku o charakterze dostrajającym (przeprowadzanych nieregularnie, w trakcie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej oraz regularnie, w ostatnim jego dniu roboczym). Rezultatem wskazanych działań było

<sup>15</sup> Średnie odchylenie stawki POLONIA zostało przeliczone wg jednolitej bazy 365 dni w roku.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

stopniowe zwiększanie stopnia zbilansowania warunków płynnościowych średnio w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej, co ograniczało konieczność wykorzystywania przez banki operacji depozytowo-kredytowych, oferowanych przez NBP.

Kontynuowanie przez NBP opisanego powyżej sposobu zarządzania płynnością sektora bankowego skutkowało wzrostem zaufania banków komercyjnych do działań banku centralnego w zakresie bilansowania warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Banki mogły zakładać, iż w razie zaistnienia takiej potrzeby NBP dokona interwencji na rynku pieniężnym, przeprowadzając w odpowiedniej skali operację dostrajającą. Wpływało to stabilizująco na oczekiwania uczestników rynku międzybankowego w zakresie kształtowania się warunków płynnościowych w sektorze bankowym, a także ograniczało skłonność banków do lokowania utrzymywanych buforów płynnościowych w instrumenty o rentowności istotnie niższej od operacji otwartego rynku NBP.

Poprawę w zakresie kształtowania przez bank centralny stawki POLONIA można również częściowo uzasadnić stopniową stabilizacją sytuacji na rynku międzybankowym. Należy jednak podkreślić, że rynek ten dotąd nie osiągnął pełnej efektywności (notowanej przed kryzysem), co w dalszym ciągu ograniczało skuteczność NBP w realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Świadczyło o tym m.in. utrzymujące się ograniczone zaufanie pomiędzy uczestnikami rynku międzybankowego, odzwierciedlone w niskich poziomach limitów kredytowych nakładanych na transakcje zawierane pomiędzy bankami, a także w strukturze terminowej depozytów niezabezpieczonych, wśród których zdecydowaną większość stanowiły lokaty jednodniowe. W 2013 r. średnie w miesiącu obroty na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych wyniosły 116,0 mld zł, podczas gdy w 2012 r. ukształtowały się na poziomie 120,6 mld zł.<sup>16</sup>

### **Rezerwa obowiązkowa**

System rezerwy obowiązkowej przyczyniał się do stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Wynika to z jego uśrednionego charakteru, który stwarzał bankom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego, pod warunkiem utrzymywania średniego stanu środków w NBP w okresie rezerwowym na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej.

Ponadto obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ograniczał wielkość nadwyżek środków pozostających do dyspozycji banków. Oznacza to, iż system rezerwy obowiązkowej – w warunkach nadpłynności systemu bankowego – pozwalał zmniejszyć skalę operacji otwartego rynku przeprowadzanych w celu absorpcji płynności.

W 2013 r. obowiązki utrzymania rezerwy obowiązkowej na rachunkach w NBP podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych i oddziały banków zagranicznych działające w Polsce. Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowiły zwrotne środki pieniężne gromadzone na rachunkach bankowych oraz środki 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, środki gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-kredytowych w kasach

---

<sup>16</sup> Dane z systemu płatności SORBNET2 (do maja 2013 r. – SORBNET).

## 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2013 r.

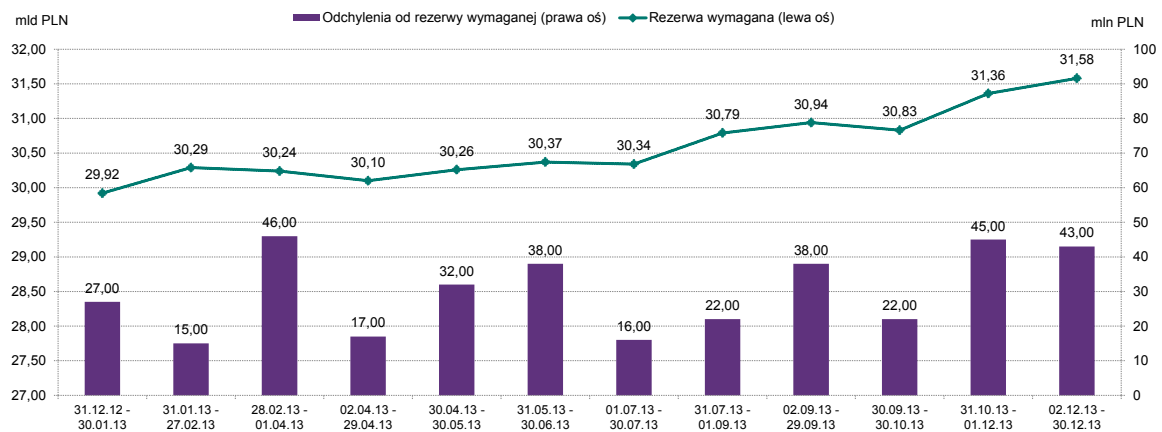
mieszkańczych, środki na indywidualnych kontach emerytalnych oraz środki pozyskane na podstawie umów o prowadzenie indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego.

Rezerwa obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych. Wartość naliczonej rezerwy banki pomniejszały maksymalnie o równowartość 500 tys. euro. Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2013 r. wynosiła 3,5% od wszystkich zobowiązań, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu transakcji repo i sell-buy-back, od których obowiązywała stopa rezerwy obowiązkowej w wysokości 0,0%. Rezerwa obowiązkowa na dzień 31 grudnia 2013 r. ukształtowała się na poziomie 31 876 mln zł i była wyższa o 1.957 mln zł w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2012 r. (wzrost o 6,5%).

Środki rezerwy obowiązkowej utrzymywane przez banki na rachunkach w NBP były oprocentowane w wysokości 0,9 stopy redyskonta weksli. Przeciętne oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej w 2013 r. wynosiło 2,87% wobec 4,37% w 2012 r. Spadek ten wynikał ze zmiany wysokości stopy redyskonta weksli, której średni poziom uległ obniżeniu z 4,86% w 2012 r. do 3,19% w 2013 r.

W 2013 r. we wszystkich okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej odnotowana została niewielka nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w porównaniu do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej. Osiągnęła ona minimalną wartość w lutym (14,8 mln zł), natomiast maksymalną odnotowano w marcu (46,1 mln zł). Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w 2013 r. wyniosła 30,1 mln zł, stanowiąc 0,1% przeciętnego poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej.

Wykres 4 Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2013 r.



Źródło: Dane NBP.

Utrzymywaniu się nieznacznych różnic pomiędzy rezerwą utrzymywaną a wymaganą w poszczególnych okresach rezerwowych sprzyjało udostępnienie przez NBP instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP, tj. operacji otwartego rynku (w szczególności operacji dostrajających oferowanych na koniec okresu rezerwowego), depozytu na koniec dnia i kredytu lombardowego, a także oprocentowanie środków rezerwy tylko do wysokości rezerwy wymaganej.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

W 2013 r. (w listopadzie) odnotowano dwa przypadki nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej przez banki komercyjne. Wszystkie banki spółdzielcze w 2013 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.

Podobnie jak w latach poprzednich, w 2013 r. banki sporadycznie korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota jego wykorzystania w skali roku wyniosła 163 mln zł wobec 21 mln zł w 2012 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego ukształtowało się na poziomie 448 tys. zł.

W 2013 r. banki złożyły depozyt na koniec dnia w NBP ogółem w kwocie 169 mld zł, tj. o 18,2% wyższy w stosunku do wartości środków ulokowanych w analogiczny sposób w roku poprzednim. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 463 mln zł wobec 393 mln zł w 2012 r. Najwyższe kwoty środków były deponowane przez banki w NBP w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

### **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.

W 2013 r. bank centralny nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

### **Interwencje walutowe**

W ramach obowiązującej strategii polityki pieniężnej, NBP może dokonywać zakupu bądź sprzedaży na rynku walut obcych za złote.

Operacje tego rodzaju zostały przeprowadzone przez bank centralny w czerwcu 2013 r. NBP dokonał wówczas sprzedaży pewnej ilości walut obcych.

### **Pozostałe operacje**

Kredyt techniczny pełnił rolę instrumentu ułatwiającego bankom zarządzanie płynnością w ciągu dnia operacyjnego, zapewniając jednocześnie płynność rozrachunku międzybankowego w NBP. Jest to kredyt nieoprocentowany, zabezpieczony dłużnymi papierami wartościowymi, zaciągany i spłacany w tym samym dniu operacyjnym. W 2013 r. dzienne zasilenie banków płynnością operacyjną kształtowało się w granicach od 33,9 mld zł do 57,1 mld zł. Łączne wykorzystanie kredytu

---

### 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2013 r.

---

technicznego wyniosło w 2013 r. 10.058 mld zł. Oznacza to, iż uległo niewielkiemu obniżeniu w porównaniu z 2012 r., tj. o 1,3 %, kiedy wyniosło 10.191 mld zł w stosunku do 2012 r.

Kredyt w ciągu dnia w euro zapewniał bankom płynność rozrachunku w systemie TARGET2-NBP. Kredyt ten, zaciągany i spłacany w ciągu dnia operacyjnego, był zabezpieczany obligacjami skarbowymi<sup>17</sup>. W 2013 r. łączne wykorzystanie tego kredytu utrzymało się na poziomie odnotowanym w roku poprzednim, tj. 2,6 mld euro. Dzielne zasilanie banków płynnością operacyjną w euro wynosiło ok. 10 mln euro.

---

<sup>17</sup> Zasady akceptacji wskazanej kategorii papierów wartościowych jako zabezpieczenie kredytu w ciągu dnia w euro podlegały akceptacji przez EBC.

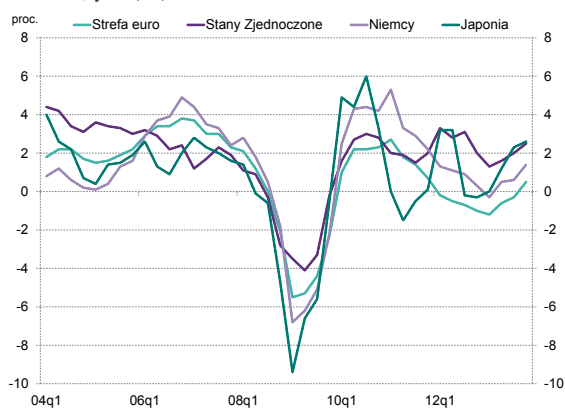
## Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki

W 2013 r. polityka pieniężna była prowadzona w warunkach niskiego, choć stopniowo przyspieszającego, wzrostu gospodarczego na świecie (Wykres 5, Wykres 6), utrzymującej się ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz kontynuacji zacieśnienia fiskalnego w wielu krajach. Tym uwarunkowaniom towarzyszyła duża zmienność nastrojów na rynkach finansowych i związane z nią zmiany przepływów kapitału.

Średni wzrost gospodarczy w gospodarkach rozwiniętych w 2013 r. był wolniejszy niż rok wcześniej. W Stanach Zjednoczonych przeprowadzane zacieśnienie fiskalne przyczyniło się do obniżenia dynamiki PKB. Z kolei w strefie euro – będącej głównym partnerem handlowym Polski – utrzymała się recesja<sup>18</sup>. Niski popyt w części krajów strefy euro był związany z kontynuacją dostosowań w bilansach sektora prywatnego i publicznego, utratą konkurencyjności i utrzymującą się niekorzystną sytuacją na tamtejszych rynkach pracy. W największej gospodarce strefy euro – Niemczech – koniunktura gospodarcza była lepsza niż w wielu pozostałych krajach tego regionu, jednak wzrost PKB był tam niższy niż w poprzednich latach. Obniżenie dynamiki PKB w Niemczech związane było przede wszystkim z niższą dynamiką eksportu, której towarzyszył dalszy spadek inwestycji.

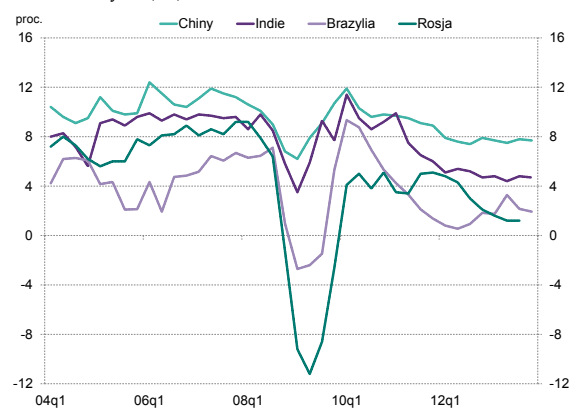
W największych gospodarkach wschodzących wzrost PKB utrzymywał się na niskim – jak na te kraje – poziomie, co było częściowo związane z utrzymującą się niską dynamiką popytu z gospodarek rozwiniętych. W niektórych z tych gospodarek (w tym w Chinach i Indiach) niska dynamika PKB w 2013 r. była także związana z ograniczeniami po stronie podażowej gospodarki i niską dynamiką popytu krajowego. Negatywnie na wzrost gospodarek wschodzących eksportujących surowce wpływały również obniżające się ceny tych surowców na rynkach światowych.

**Wykres 5** Wzrost PKB w największych gospodarkach rozwiniętych (r/r) w latach 2004-2013



Źródło: Bloomberg.

**Wykres 6** Wzrost PKB w największych gospodarkach wschodzących (r/r) w latach 2004-2013



Źródło: Bloomberg.

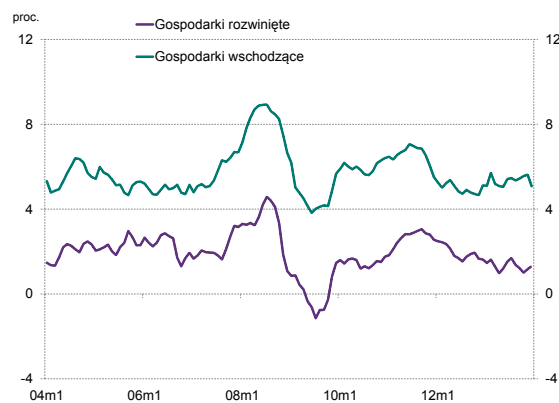
<sup>18</sup> Wprowadzie od II kw. 2013 r. kwartalna dynamika PKB w strefie euro była dodatnia, ale w całym 2013 r. PKB obniżył się o 0,5% r/r.



## Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

Niska presja popytowa oraz obniżenie się cen surowców na rynkach światowych sprzyjały spadkowi inflacji w wielu krajach (Wykres 7, Wykres 8). W gospodarkach rozwiniętych inflacja była niższa niż rok wcześniej, natomiast w gospodarkach wschodzących – nieco wzrosła, choć pozostała relatywnie niska w ujęciu historycznym. Do wzrostu inflacji w części krajów wschodzących przyczyniała się deprecjacja kursów ich walut.

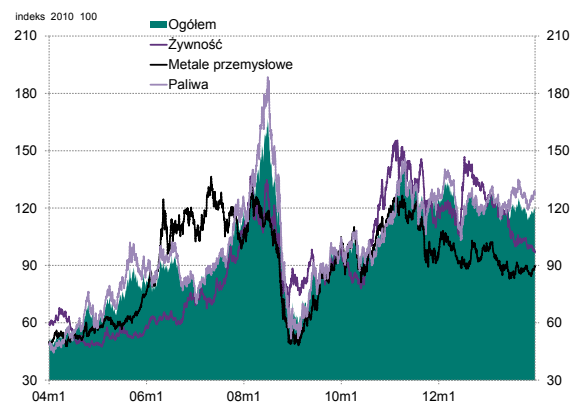
Wykres 7 Inflacja na świecie\* w latach 2004-2013



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

\* Średnia ważona inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (stanowiących 80% PKB w tej grupie krajów w 2012 r.). Grupy krajów przyjęte zgodnie z podziałem przyjmowanym przez MFW. Wagi dla poszczególnych krajów przyjęto zgodnie z ich udziałem w globalnym PKB.

Wykres 8 Indeksy cen surowców na rynkach światowych w latach 2004-2013



Źródło: Dane Bloomberg.

Ze względu na niską dynamikę aktywności gospodarczej oraz towarzyszącą temu niską presję inflacyjną, w 2013 r. główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną (Wykres 9, Wykres 10).

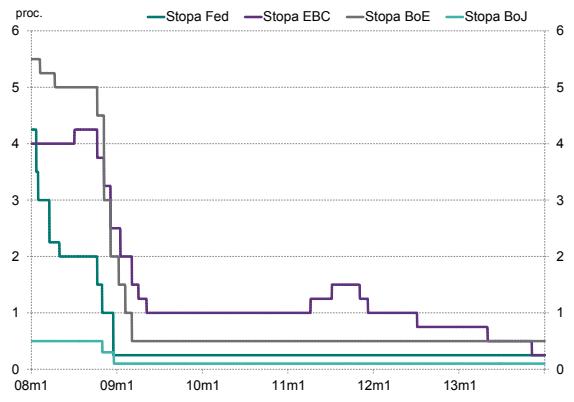
Polityka pieniężna głównych banków centralnych istotnie wpływała na zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych. W pierwszych miesiącach 2013 r. kontynuacja luzowania ilościowego przez Fed oraz zwiększenie zakupów aktywów przez Bank Japonii sprzyjały utrzymywaniu się niskiej awersji do ryzyka i wzrostowi cen większości aktywów. Od maja, tj. po rozpoczęciu sygnalizowania przez Fed możliwości stopniowego ograniczania luzowania ilościowego nastąpił odpływ kapitału z gospodarek wschodzących, deprecjacja walut wielu krajów oraz spadek cen ich aktywów. Również w II połowie roku niepewność co do przyszłej polityki pieniężnej Fed podtrzymywała podwyższoną zmienność cen aktywów na świecie, w szczególności aktywów z gospodarek wschodzących.

Działania Fed miały istotny wpływ także na politykę pieniężną banków centralnych w gospodarkach wschodzących. W 2013 r. większość tych banków obniżała stopy procentowe lub utrzymywała je na niskim poziomie głównie ze względu na relatywnie niską dynamikę aktywności gospodarczej.

Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki

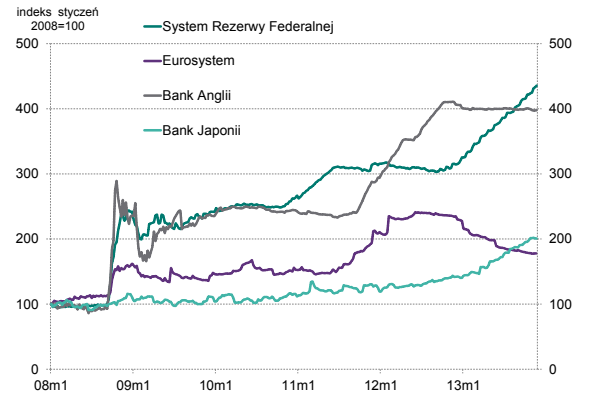
Po zasygnalizowaniu przez Fed możliwości ograniczenia luzowania ilościowego niektóre z nich interweniowały na rynku walutowym w celu ograniczenia deprecjacji ich walut.

**Wykres 9** Stopy procentowe głównych banków centralnych w latach 2008-2013



Źródło: Bloomberg.

**Wykres 10** Sumy bilansowe głównych banków centralnych w latach 2008-2013 (styczeń 2008 r. = 100)

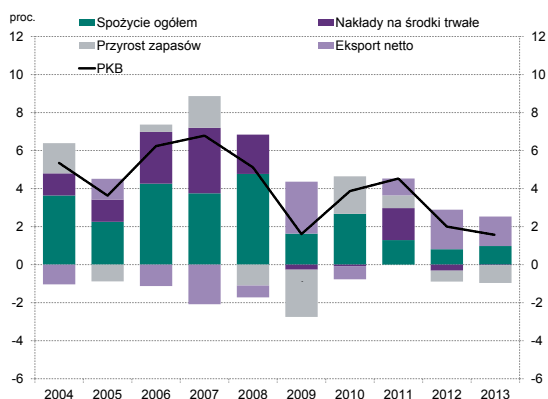


Źródło: Bloomberg, obliczenia NBP.

## Załącznik 2. PKB i popyt krajowy

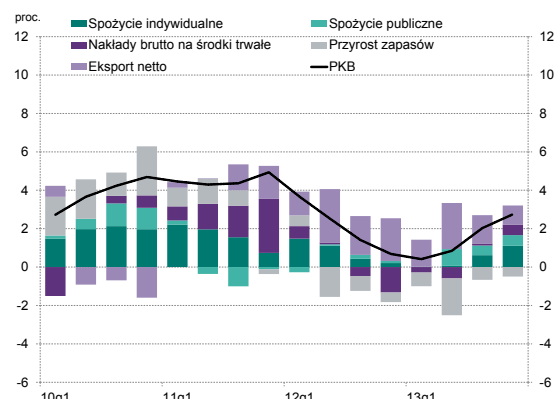
Roczna dynamika PKB w 2013 r. wyniosła 1,6% (wobec 2,0% w 2012 r.; Wykres 11, Wykres 12, Tabela 2). Obniżenie dynamiki PKB w 2013 r. wynikało z przedłużającego się okresu słabej koniunktury za granicą, w tym zwłaszcza utrzymania recesji w strefie euro oraz spadku dynamiki PKB w Niemczech. Słaby popyt zewnętrzny oraz utrzymująca się niepewność dotycząca sytuacji gospodarczej za granicą ograniczały dynamikę eksportu oraz inwestycje firm. Równocześnie – w sytuacji wciąż nadmiernego deficytu sektora finansów publicznych – nadal podejmowane były działania zmierzające do ograniczenia dynamiki wydatków sektora finansów publicznych. W szczególności zmniejszono inwestycje publiczne. W 2013 r. utrzymywało się także podwyższone bezrobocie, które hamowało dynamikę płac i konsumpcji prywatnej. W rezultacie popyt krajowy – podobnie jak w 2012 r. – był w stagnacji. Dodatni wkład do wzrostu PKB w dalszym ciągu miał eksport netto, co wynikało z utrzymującej się wyższej dynamiki eksportu niż importu.

**Wykres 11** Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB w latach 2004-2013 (dane roczne)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 12** Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB w latach 2010-2013 (dane kwartalne)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W ciągu 2013 r. miało miejsce stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego (z 0,4% w I kw. do 2,7% w IV kw. 2013 r.). Poniżej omówiono kształtowanie się głównych składników popytu zagregowanego.

Dynamika spożycia indywidualnego w I połowie 2013 r. utrzymywała się na poziomie bliskim zera. Stagnacja spożycia indywidualnego wynikała z niskiego tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, związanego ze spadkiem zatrudnienia oraz utrzymywaniem się podwyższonej stopy bezrobocia, która ograniczała wzrost wynagrodzeń. Wraz ze stopniową poprawą sytuacji na rynku pracy w II połowie roku dynamika spożycia indywidualnego wzrosła. Wzrost konsumpcji prywatnej wspierała także poprawa nastrojów konsumenckich oraz złagodzenie kryteriów przyznawania kredytów konsumpcyjnych przez banki.

Wzrost spożycia zbiorowego w 2013 r. nadal kształtował się na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Umiarkowana dynamika spożycia zbiorowego wynikała z kontynuacji działań nakierowanych na ograniczenie nierównowagi w sektorze finansów publicznych, w szczególności z

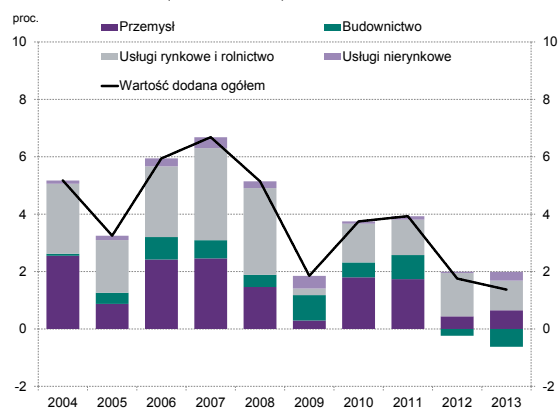
Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

obowiązującego reguły wydatkowej, reguł fiskalnych w jednostkach samorządu terytorialnego, a także zamrożenia płac w podsektorze centralnym.

W 2013 r. popyt inwestycyjny był niższy nieco niż w 2012 r.<sup>19</sup> Czynnikiem obniżającym inwestycje w gospodarce była ujemna dynamika inwestycji publicznych<sup>20</sup>, związana z dążeniem do ograniczenia skali nierównowagi fiskalnej<sup>21</sup>. W 2013 r. nastąpił także spadek inwestycji mieszkaniowych, będący efektem wciąż niekorzystnej sytuacji na rynku pracy, a także zakończenia rządowego programu „Rodzina na swoim” oraz stosunkowo restrykcyjnych kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych (wpływ m.in. wprowadzonej na początku 2013 r. nowelizacji Rekomendacji S). Jednak – ze względu na ożywienie inwestycji firm w II połowie roku – nakłady brutto na środki trwałe pod koniec 2013 r. umiarkowanie wzrosły. Stopniowa odbudowa inwestycji przedsiębiorstw związana była z ożywieniem gospodarczym w kraju i za granicą oraz wzrostem wykorzystania transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego. Wzrost nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw był wspierany również przez relatywnie wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych oraz poprawiającą się sytuację finansową przedsiębiorstw.

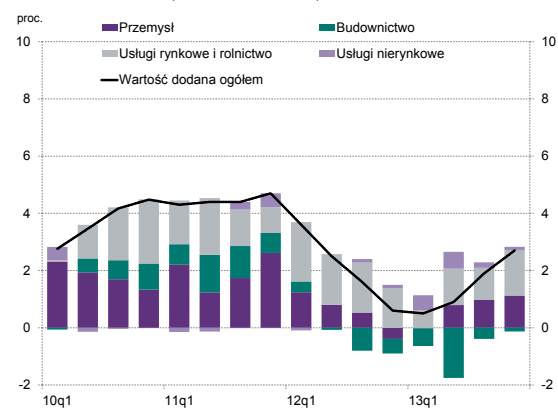
W 2013 r. największy wkład do wzrostu PKB wniósł eksport netto (1,6 pkt proc.). W I połowie roku wzrost eksportu utrzymywał się na niskim poziomie, a import się obniżał. Spadek importu był związany z niską dynamiką – charakteryzującą się wysoką importochłonnością – produkcji eksportowej oraz ze słabym popytem krajowym. W II połowie roku, wobec poprawy koniunktury w kraju i za granicą, dynamiki eksportu i importu istotnie wzrosły. Ze względu na silniejsze ożywienie eksportu niż importu wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał jednak wyraźnie dodatni.

**Wykres 13** Wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto w latach 2004-2013 (dane roczne)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 14** Wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto w latach 2010-2013 (dane kwartalne)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>19</sup> Wobec niskiej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe oraz ujemnego wkładu zmiany zapasów do PKB, wynikającego z procyklicznego charakteru tej kategorii, akumulacja w 2013 r. obniżyła się wobec 2012 r.

<sup>20</sup> Spadek inwestycji publicznych był związany głównie z obniżeniem nakładów na realizację projektów drogowych z Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015 oraz z ograniczaniem wydatków majątkowych samorządów w efekcie działania samorządowych reguł fiskalnych.

<sup>21</sup> W 2013 r. kontynuowane były działania mające na celu ograniczenie dynamiki wydatków sektora finansów publicznych, zwłaszcza poza budżetem państwa. W rezultacie, w 2013 r. nominalny wzrost wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych był niższy od nominalnego wzrostu PKB. Pomimo tych działań, deficyt sektora w ujęciu ESA95 wzrósł jednak do 4,3% PKB (z 3,9% PKB w 2012 r.). Wzrost deficytu wynikał z niskiej dynamiki dochodów podatkowych sektora finansów publicznych, związanej z utrzymaniem się stagnacji popytu krajowego

## Załącznik 2. PKB i popyt krajowy

Dynamika wartości dodanej brutto obniżyła się z 2,0% r/r w 2012 r. do 1,5% r/r w 2013 r. Obniżenie się dynamiki wartości dodanej brutto było przede wszystkim efektem istotnego spadku wartości dodanej w budownictwie, który jednak w II połowie roku wyraźnie wyhamowywał (Wykres 13, Wykres 14). W porównaniu z 2012 r. przyspieszył natomiast wzrost wartości dodanej brutto w sektorze przemysłowym oraz usług nierynkowych.

Tabela 2 PKB i popyt krajowy w latach 2004-2013

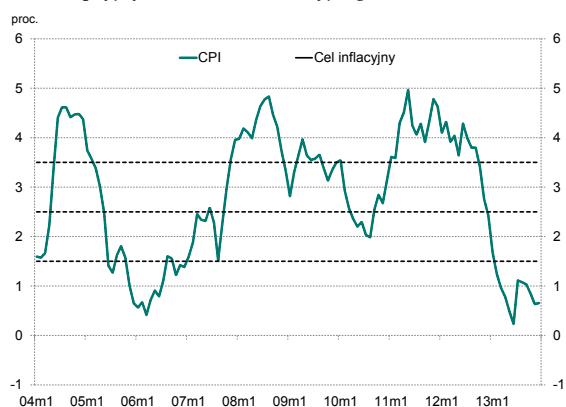
|  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Dynamika PKB i jego składowych w cenach stałych (w proc.)</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>PKB</b>   | 3,9   | 3,6   | 6,2   | 6,8   | 5,1   | 1,6   | 3,9   | 4,5   | 2,0   | 1,6   |
| <b>Popyt krajowy</b>   | 6,2   | 2,5   | 7,3   | 8,7   | 5,6   | -1,1  | 4,6   | 3,6   | -0,1  | 0,0   |
| <b>Spożycie</b>  | 4,3   | 2,7   | 5,2   | 4,6   | 6,1   | 2,0   | 3,4   | 1,6   | 1,0   | 1,2   |
| <b>Spożycie indywidualne</b>                                     | 4,7   | 2,1   | 5,0   | 4,9   | 5,8   | 2,1   | 3,2   | 2,6   | 1,3   | 0,8   |
| <b>Akumulacja</b>  | 14,7  | 1,4   | 16,1  | 24,3  | 3,9   | -11,5 | 9,3   | 11,2  | -4,0  | -4,7  |
| <b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>                           | 6,4   | 6,5   | 14,9  | 17,6  | 9,6   | -1,2  | -0,4  | 8,5   | -1,6  | -0,2  |
| <b>Eksport</b>   | 14,0  | 8,0   | 14,6  | 9,1   | 7,1   | -6,8  | 12,1  | 7,7   | 3,9   | 4,6   |
| <b>Import</b>  | 15,8  | 4,7   | 17,3  | 13,7  | 8,0   | -12,4 | 13,9  | 5,5   | -0,7  | 1,2   |
| <b>Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt proc.</b>         | -1,0  | 1,1   | -1,1  | -2,1  | -0,6  | 2,7   | -0,7  | 0,9   | 2,0   | 1,6   |
| <b>Struktura PKB w cenach bieżących (w proc.)</b>                |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>PKB</b>   | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| <b>Popyt krajowy</b>   | 102,4 | 100,7 | 101,8 | 102,9 | 104,0 | 99,9  | 101,2 | 101,2 | 99,7  | 97,6  |
| <b>Spożycie</b>  | 82,3  | 81,5  | 80,8  | 78,4  | 80,1  | 79,6  | 80,2  | 79,1  | 79,2  | 78,8  |
| <b>Spożycie indywidualne</b>                                     | 63,7  | 62,5  | 61,6  | 59,6  | 60,7  | 60,2  | 60,4  | 60,3  | 60,6  | 60,0  |
| <b>Akumulacja</b>  | 20,1  | 19,3  | 21,1  | 24,4  | 23,9  | 20,3  | 21,0  | 22,1  | 20,5  | 18,7  |
| <b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>                           | 18,1  | 18,2  | 19,7  | 21,6  | 22,3  | 21,2  | 19,9  | 20,2  | 19,2  | 18,4  |
| <b>Eksport</b>   | 37,5  | 37,1  | 40,4  | 40,8  | 39,9  | 39,4  | 42,2  | 45,1  | 46,7  | 47,8  |
| <b>Import</b>  | 39,8  | 37,8  | 42,2  | 43,6  | 43,9  | 39,4  | 43,4  | 46,2  | 46,4  | 45,4  |
| <b>Eksport netto</b>   | 2,4   | -0,7  | -1,8  | -2,9  | -4,0  | 0,1   | -1,2  | -1,2  | 0,3   | 2,4   |

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

## Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

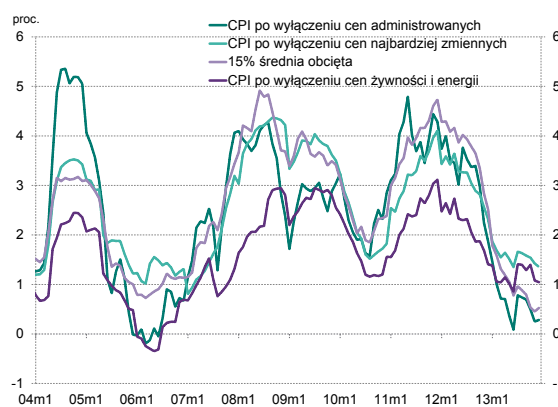
Po okresie utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie, w 2013 r. roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyraźnie się obniżył. Średnioroczna inflacja wyniosła 0,9%, a więc ukształtowała się poniżej celu inflacyjnego NBP określonego na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 15, Tabela 3). Obniżeniu inflacji sprzyjały podwyżki stóp procentowych NBP dokonane w latach 2011-2012. Spadek inflacji był jednak znacznie silniejszy od oczekiwań ze względu na wystąpienie szoków o charakterze podażowym (obniżenie cen surowców, zwłaszcza energetycznych i rolnych) oraz na niższą niż oczekiwano dynamikę wzrostu gospodarczego, przekładającą się na niską presję popytową i kosztową. W 2013 r. dynamiki cen wszystkich głównych kategorii dóbr (tj. energii, żywności i napojów bezalkoholowych, usług oraz towarów) obniżyły się poniżej poziomu wieloletniej średniej. Spadły także miary inflacji bazowej (Wykres 16).

**Wykres 15** Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego w latach 2004-2013



Źródło: Dane GUS.

**Wykres 16** Wskaźniki inflacji bazowej w latach 2004-2013 (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W 2013 r. obniżyły się ceny surowców energetycznych na rynkach światowych. W połączeniu z pewnym umocnieniem się złotego względem dolara<sup>22</sup>, a także obniżeniem cen gazu ziemnego na początku 2013 r.<sup>23</sup>, przyczyniło się to do spadku cen energii w Polsce. W efekcie – w przeciwieństwie do poprzednich lat – dynamika cen energii była ujemna i stała się czynnikiem wyraźnie obniżającym wskaźnik CPI. Do spadku inflacji w 2013 r. przyczyniła się również istotnie niższa niż w poprzednich latach dynamika cen żywności. Słabszy wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych wynikał w głównej mierze z korzystnej sytuacji podażowej na rynkach surowców rolnych w warunkach niskiego popytu. Dynamikę cen towarów i usług ograniczał także niższy niż oczekiwano wzrost gospodarczy i związany z tym umiarkowany wzrost wynagrodzeń (w warunkach podwyższonego bezrobocia i niskich oczekiwań inflacyjnych). Obniżeniu inflacji cen konsumpcyjnych sprzyjał ponadto spadek cen

<sup>22</sup> W 2013 r. nominalny efektywny kurs walutowy złotego umocnił się średniorocznie o 0,7% w porównaniu z 2012 r. (w tym kurs złotego względem euro osłabił się o 0,3%, a kurs złotego względem dolara umocnił się o 2,9%).

<sup>23</sup> Obniżenie cen gazu ziemnego od stycznia 2013 r. było efektem decyzji Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki, po wcześniejszej obniżce cen gazu kupowanego przez PGNiG od Gazpromu.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

produkcji sprzedanej (związany ze spadkiem cen surowców na rynkach światowych przy nieznacznym umocnieniu się złotego). W kierunku wzrostu inflacji w połowie roku oddziaływały natomiast czynniki o charakterze administrowanym – w lipcu 2013 r. podwyższono opłaty za wywóz nieczystości w wyniku wejścia w życie nowelizacji ustawy dotyczącej nowego sposobu zarządzania odpadami komunalnymi<sup>24</sup>.

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych odzwierciedla kształtowanie się cen czterech głównych kategorii dóbr (Wykres 17, Wykres 18). W szczegółowym ujęciu, spadek inflacji w 2013 r. wynikał z<sup>25</sup>:

- Obniżenia dynamiki cen **energii** (z 7,9% r/r w 2012 r. do -1,5% r/r w 2013 r.), które wpłynęło na spadek inflacji CPI o 1,7 pkt proc. Spadek cen energii wynikał z:
  - obniżenia cen paliw (spadek cen ropy naftowej na światowych rynkach surowcowych przy pewnym umocnieniu kursu złotego względem dolara amerykańskiego);
  - obniżki cen gazu ziemnego na początku 2013 r. (obniżenie taryf w związku z wcześniejszym spadkiem cen gazu kupowanego przez PGNiG od Gazpromu<sup>26</sup>);
  - obniżki cen energii elektrycznej w połowie 2013 r. (obniżenie taryf wobec niskich cen hurtowych na rynku energii elektrycznej<sup>27</sup>).
- Obniżenia dynamiki cen **żywności i napojów bezalkoholowych** (z 4,3% r/r w 2012 r. do 2,0% r/r w 2013 r.), które wpłynęło na spadek inflacji CPI o 0,6 pkt proc. Spadek dynamiki cen tej kategorii nastąpił przede wszystkim wskutek:
  - obniżenia się cen mięsa, w tym zwłaszcza mięsa drobiowego (wysoka podaż);
  - spadku rocznej dynamiki cen jaj (statystyczne efekty bazy wynikające ze znacznego wzrostu cen jaj w 2012 r. po wejściu w życie nowych przepisów dotyczących chowu klatkowego kur);
  - spadku dynamiki cen cukru, a także pieczywa i produktów zbożowych (wysoka podaż niektórych surowców rolnych na rynkach światowych)<sup>28</sup>.
- Obniżenia dynamiki cen **usług** (z 3,0% r/r w 2012 r. do 2,0% r/r w 2013 r.), co przyczyniło się do spadku inflacji CPI o 0,3 pkt proc. Spadek dynamiki cen tej kategorii był związany przede wszystkim z:
  - obniżeniem cen łączności (zwiększona konkurencja między operatorami telekomunikacyjnymi i wprowadzanie przez nich promocji cenowych dotyczących cen usług telekomunikacyjnych).
  - obniżeniem opłat za przedszkola (wprowadzenie maksymalnej opłaty za godzinę pobytu dziecka w przedszkolu<sup>29</sup>).

---

<sup>24</sup> W lipcu zaobserwowano także skokowy wzrost rocznej dynamiki cen żywności związany ze zmianą metodyki notowania cen ziemniaków przez GUS, jak również ich niską podażą związaną z niekorzystnymi warunkami meteorologicznymi na początku roku.

<sup>25</sup> Kategorie zostały wymienione w kolejności odpowiadającej sile ich wpływu na kształtowanie się średniorocznego wskaźnika CPI ogółem w 2013 r.

<sup>26</sup> Decyzja Prezesa URE o obniżce taryf na sprzedaż gazu ziemnego odbiorcom w gospodarstwach domowych z 17.12.2012 r.

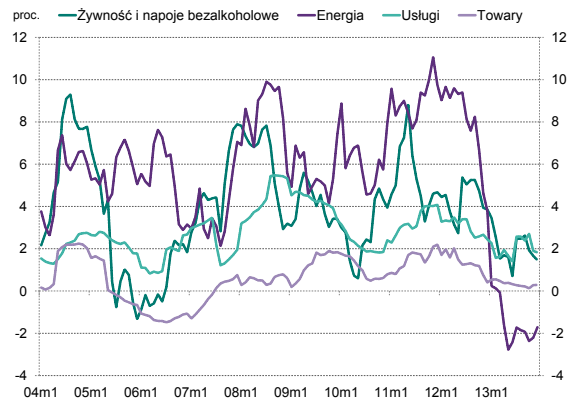
<sup>27</sup> Decyzja Prezesa URE o obniżce taryf na sprzedaż energii elektrycznej odbiorcom w gospodarstwach domowych z 11.06.2013 r.

<sup>28</sup> Wysoką podaż surowców rolnych notowano m. in. na rynku zbóż, roślin oleistych, cukru i kawy.

## Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

- Obniżenia dynamiki cen **towarów** (z 1,3% r/r w 2012 r. do 0,3% r/r w 2013 r.), co przełożyło się na obniżenie inflacji CPI o 0,3 pkt proc. Niższa dynamika cen tej kategorii była efektem niskiego popytu konsumpcyjnego.

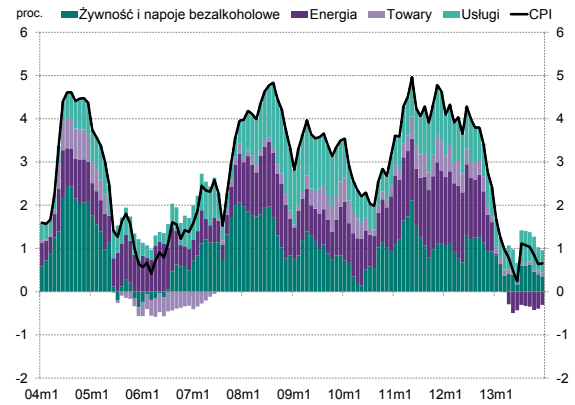
**Wykres 17** Roczne tempo zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych, energii, towarów i usług w latach 2004-2013



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 18** Roczne tempo zmian cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii cen do CPI w latach 2004-2013



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>29</sup> Spadek cen usług związanych z edukacją był wynikiem wejścia w życie *Ustawy o zmianie ustawy o systemie oświaty oraz niektórych innych ustaw* (Dz.U.2013.827). Zgodnie z nowymi przepisami wysokość opłaty za godzinę zajęć w przedszkolu (w czasie przekraczającym minimalne 5 godzin, które, zgodnie z *Ustawą*, są bezpłatne) nie może przekraczać 1 zł. Wcześniejsza wersja *Ustawy* nie nakładała na gminy ograniczeń dotyczących wysokości tych opłat.



Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

Tabela 3 Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wkład głównych grup do CPI

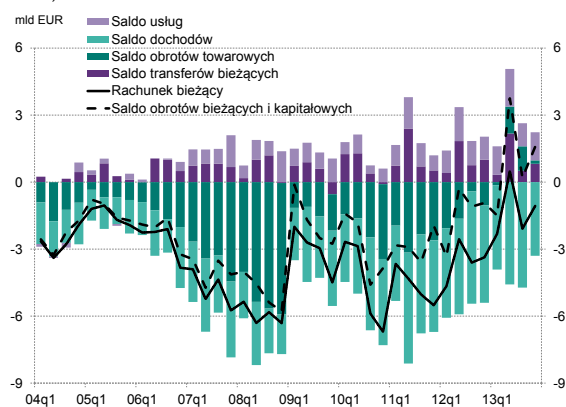
|   | Wagi       |      | Tempo zmian (r/r, w proc.) |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |                   | średnio<br>w roku |
|---|------------|------|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------------------|-------------------|
|   | 2013 proc. |      | 2013                       |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |                   |                   |
|   |            | I    | II                         | III  | IV   | V    | VI   | VII  | VIII | IX   | X    | XI    | XII   |                   |                   |
| CPI   | 100,0      | 1,7  | 1,3                        | 1,0  | 0,8  | 0,5  | 0,2  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 0,8  | 0,6   | 0,7   | 0,9               |                   |
| Inflacja bazowa                                 | 57,8       | 1,4  | 1,1                        | 1,0  | 1,1  | 1,0  | 0,9  | 1,4  | 1,4  | 1,3  | 1,4  | 1,1   | 1,0   | 1,2               |                   |
| Towary  | 29,3       | 0,5  | 0,6                        | 0,5  | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,3   | 0,3   | 0,3               |                   |
| Usługi  | 28,5       | 2,3  | 1,6                        | 1,6  | 1,9  | 1,7  | 1,4  | 2,6  | 2,6  | 2,4  | 2,7  | 1,9   | 1,8   | 2,0               |                   |
| Żywność i napoje bezalkoholowe                  | 24,3       | 3,5  | 2,5                        | 1,5  | 1,7  | 1,6  | 0,7  | 2,5  | 2,5  | 2,6  | 1,9  | 1,7   | 1,5   | 2,0               |                   |
| Przetworzona                                    | 13,6       | 2,6  | 2,3                        | 0,8  | 0,2  | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,6  | 0,6  | 0,5   | 0,4   | 0,8               |                   |
| Nieprzetworzona                                 | 10,7       | 4,5  | 2,9                        | 2,5  | 3,5  | 3,2  | 1,1  | 5,1  | 5,2  | 5,2  | 3,7  | 3,1   | 2,7   | 3,6               |                   |
| Energia   | 17,8       | 0,2  | 0,1                        | -0,1 | -1,6 | -2,8 | -2,4 | -1,7 | -1,9 | -1,9 | -2,4 | -2,2  | -1,7  | -1,5              |                   |
| Nośniki energii                                 | 12,5       | 1,6  | 1,2                        | 0,9  | -0,4 | -0,4 | -0,5 | -1,3 | -1,3 | -1,4 | -1,4 | -1,4  | -1,3  | -0,5              |                   |
| Paliwa  | 5,4        | -2,9 | -2,4                       | -2,3 | -4,5 | -8,2 | -6,9 | -2,7 | -3,1 | -3,0 | -4,6 | -4,2  | -2,6  | -4,0              |                   |
| wg 12 grup COICOP                               |            |      |                            |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |                   |                   |
| Żywność i napoje bezalkoholowe                  | 24,3       | 3,5  | 2,5                        | 1,5  | 1,7  | 1,6  | 0,7  | 2,5  | 2,5  | 2,6  | 1,9  | 1,7   | 1,5   | 2,0               |                   |
| Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe            | 6,3        | 3,0  | 3,2                        | 3,6  | 3,6  | 3,5  | 3,7  | 3,6  | 3,6  | 3,7  | 3,6  | 3,6   | 3,7   | 3,5               |                   |
| Odzież i obuwie                                 | 4,8        | -5,1 | -5,1                       | -5,2 | -5,1 | -4,8 | -4,7 | -5,0 | -4,8 | -4,7 | -4,8 | -4,9  | -4,9  | -4,9              |                   |
| Użytkowanie mieszkania i nośniki energii        | 20,8       | 2,6  | 2,3                        | 2,0  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 2,3  | 2,3  | 2,2  | 2,1  | 2,1   | 2,2   | 2,0               |                   |
| Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom. | 4,6        | 1,7  | 1,7                        | 1,4  | 1,2  | 1,0  | 0,7  | 0,7  | 0,5  | 0,4  | 0,1  | 0,4   | 0,1   | 0,8               |                   |
| Zdrowie   | 5,0        | 2,3  | 2,2                        | 2,1  | 1,9  | 1,9  | 1,7  | 1,6  | 1,4  | 1,2  | 1,2  | 2,0   | 1,9   | 1,8               |                   |
| Transport                                       | 9,4        | -0,8 | -0,6                       | -0,5 | -2,2 | -4,2 | -3,5 | -1,2 | -1,4 | -1,4 | -2,3 | -2,3  | -0,9  | -1,8              |                   |
| Łączność  | 4,1        | -1,4 | -4,5                       | -7,3 | -7,3 | -9,7 | -9,7 | -9,7 | -9,7 | -9,7 | -7,2 | -11,7 | -11,6 | -8,3              |                   |
| Rekreacja i kultura                             | 7,9        | 0,1  | -0,2                       | 1,5  | 3,5  | 3,8  | 3,4  | 2,9  | 2,9  | 3,9  | 4,1  | 3,8   | 3,3   | 2,8               |                   |
| Edukacja  | 1,2        | 2,8  | 2,6                        | 2,7  | 2,6  | 2,6  | 2,5  | 2,6  | 2,5  | -5,9 | -6,0 | -6,0  | -6,0  | -0,3              |                   |
| Restauracje i hotele                            | 6,4        | 2,8  | 2,7                        | 2,5  | 2,4  | 2,4  | 2,2  | 2,1  | 2,0  | 1,9  | 1,8  | 1,8   | 1,7   | 2,2               |                   |
| Inne towary i usługi                            | 5,1        | 1,5  | 1,2                        | 1,1  | 1,1  | 0,8  | 0,6  | 0,7  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 0,2   | 0,2   | 0,7               |                   |
| Wagi  |            |      |                            |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |                   |                   |
| 2013 proc.                                      |            |      |                            |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |                   |                   |
|   |            | I    | II                         | III  | IV   | V    | VI   | VII  | VIII | IX   | X    | XI    | XII   | średnio<br>w roku |                   |
| CPI   | 100,0      | 1,7  | 1,3                        | 1,0  | 0,8  | 0,5  | 0,2  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 0,8  | 0,6   | 0,7   | 0,9               |                   |
| Inflacja bazowa                                 | 57,8       | 0,8  | 0,6                        | 0,6  | 0,7  | 0,6  | 0,5  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 0,8  | 0,6   | 0,6   | 0,7               |                   |
| Towary  | 29,3       | 0,2  | 0,2                        | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,1   | 0,1   | 0,1               |                   |
| Usługi  | 28,5       | 0,6  | 0,4                        | 0,5  | 0,6  | 0,5  | 0,4  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,8  | 0,5   | 0,5   | 0,6               |                   |
| Żywność i napoje bezalkoholowe                  | 24,3       | 0,8  | 0,6                        | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 0,4   | 0,4   | 0,5               |                   |
| Przetworzona                                    | 13,6       | 0,4  | 0,3                        | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1   | 0,1   | 0,1               |                   |
| Nieprzetworzona                                 | 10,7       | 0,5  | 0,3                        | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0,1  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,3   | 0,3   | 0,4               |                   |
| Energia   | 17,8       | 0,0  | 0,0                        | 0,0  | -0,3 | -0,5 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,4 | -0,4  | -0,3  | -0,3              |                   |
| Nośniki energii                                 | 12,5       | 0,2  | 0,2                        | 0,1  | 0,0  | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2  | -0,2  | -0,1              |                   |
| Paliwa  | 5,4        | -0,2 | -0,1                       | -0,1 | -0,2 | -0,4 | -0,4 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2  | -0,1  | -0,2              |                   |
| Wkład do CPI (w pkt proc.)                      |            |      |                            |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |                   |                   |
| 2013  |            |      |                            |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |                   |                   |
|   |            | I    | II                         | III  | IV   | V    | VI   | VII  | VIII | IX   | X    | XI    | XII   | średnio<br>w roku |                   |
| CPI   | 100,0      | 1,7  | 1,3                        | 1,0  | 0,8  | 0,5  | 0,2  | 1,1  | 1,1  | 1,0  | 0,8  | 0,6   | 0,7   | 0,9               |                   |
| Inflacja bazowa                                 | 57,8       | 0,8  | 0,6                        | 0,6  | 0,7  | 0,6  | 0,5  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 0,8  | 0,6   | 0,6   | 0,7               |                   |
| Towary  | 29,3       | 0,2  | 0,2                        | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,1   | 0,1   | 0,1               |                   |
| Usługi  | 28,5       | 0,6  | 0,4                        | 0,5  | 0,6  | 0,5  | 0,4  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,8  | 0,5   | 0,5   | 0,6               |                   |
| Żywność i napoje bezalkoholowe                  | 24,3       | 0,8  | 0,6                        | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 0,4   | 0,4   | 0,5               |                   |
| Przetworzona                                    | 13,6       | 0,4  | 0,3                        | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1   | 0,1   | 0,1               |                   |
| Nieprzetworzona                                 | 10,7       | 0,5  | 0,3                        | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0,1  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,3   | 0,3   | 0,4               |                   |
| Energia   | 17,8       | 0,0  | 0,0                        | 0,0  | -0,3 | -0,5 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,4 | -0,4  | -0,3  | -0,3              |                   |
| Nośniki energii                                 | 12,5       | 0,2  | 0,2                        | 0,1  | 0,0  | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2  | -0,2  | -0,1              |                   |
| Paliwa  | 5,4        | -0,2 | -0,1                       | -0,1 | -0,2 | -0,4 | -0,4 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2  | -0,1  | -0,2              |                   |
| wg 12 grup COICOP                               |            |      |                            |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |                   |                   |
| Żywność i napoje bezalkoholowe                  | 24,3       | 0,8  | 0,6                        | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 0,4   | 0,4   | 0,9               |                   |
| Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe            | 6,3        | 0,2  | 0,2                        | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2   | 0,2   | 0,7               |                   |
| Odzież i obuwie                                 | 4,8        | -0,2 | -0,2                       | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2  | -0,2  | 0,1               |                   |
| Użytkowanie mieszkania i nośniki energii        | 20,8       | 0,5  | 0,5                        | 0,4  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,4   | 0,5   | 0,6               |                   |
| Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom. | 4,6        | 0,1  | 0,1                        | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,5               |                   |
| Zdrowie   | 5,0        | 0,1  | 0,1                        | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1   | 0,1   | 0,1               |                   |
| Transport                                       | 9,4        | -0,1 | -0,1                       | 0,0  | -0,2 | -0,4 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2  | -0,1  | 0,4               |                   |
| Łączność  | 4,1        | -0,1 | -0,2                       | -0,3 | -0,3 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | -0,5  | -0,5  | -0,3              |                   |
| Rekreacja i kultura                             | 7,9        | 0,0  | 0,0                        | 0,1  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,3  | 0,3   | 0,3   | -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  | -0,2              |                   |
| Restauracje i hotele                            | 6,4        | 0,2  | 0,2                        | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1   | 0,1   | 0,9               |                   |
| Inne towary i usługi                            | 5,1        | 0,1  | 0,1                        | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,7               |                   |

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

## Załącznik 4. Bilans płatniczy

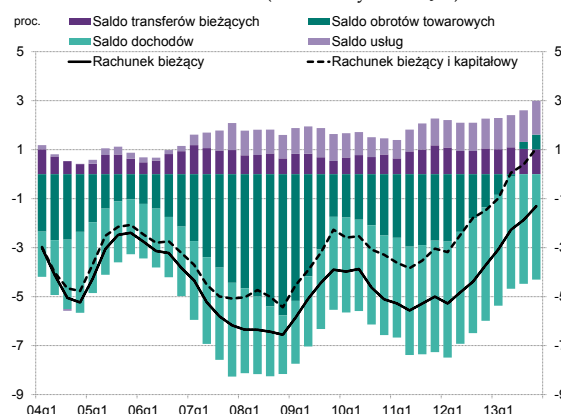
W 2013 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do -1,3% PKB (z -3,7% PKB w 2012 r.). Ograniczenie deficytu w znacznym stopniu wynikało z poprawy salda obrotów towarowych (Wykres 19, Wykres 20, Tabela 4). Poprawie salda na rachunku obrotów bieżących sprzyjało również zwiększenie nadwyżki w usługach oraz zmniejszenie deficytu na rachunku dochodów<sup>30</sup>. Deficyt na rachunku dochodów był jednak wciąż czynnikiem decydującym o utrzymaniu ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących.

**Wykres 19** Saldo obrotów bieżących w latach 2004-2013 (mld EUR)



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 20** Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB w latach 2004-2013 (4 kwartały krocząco)



Źródło: Dane NBP i GUS.

Poprawa salda w handlu towarami – szczególnie wyraźna w I połowie roku – była przede wszystkim efektem niskiej dynamiki importu. Ograniczony popyt importowy w I połowie 2013 r. był związany zarówno z niską dynamiką produkcji eksportowej (charakteryzującej się wysoką importochłonnością), jak i z obniżającym się wówczas popytem wewnętrznym, a także ze spadkiem wartości importu ropy naftowej (związanym ze spadkiem cen tego surowca na rynkach światowych). Wraz z ożywieniem w handlu zagranicznym w II połowie 2013 r. – będącym efektem stopniowej poprawy koniunktury w kraju i za granicą – saldo obrotów towarowych pod koniec roku nieco się pogorszyło<sup>31</sup>.

Deficyt na rachunku dochodów w 2013 r. był nieco mniejszy niż w 2012 r. Podobnie jak w poprzednich latach, ujemne saldo na tym rachunku było głównie wynikiem wysokich dochodów uzyskiwanych przez nierezydentów z tytułu inwestycji w Polsce, w tym przede wszystkim z inwestycji bezpośrednich i portfelowych. Nieznaczny spadek deficytu na rachunku dochodów w 2013 r. wynikał z dalszego obniżenia dochodów inwestorów zagranicznych z inwestycji bezpośrednich i pozostałych, przy wzroście ich dochodów z inwestycji portfelowych.

<sup>30</sup> Wzrost nadwyżki w usługach był przede wszystkim związany z wyraźnym wzrostem dodatniego salda w usługach transportowych.

<sup>31</sup> W II, III i IV kw. 2013 r. odnotowano nawet nadwyżkę w obrotach towarowych.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

Tabela 4 Główne pozycje bilansu płatniczego (w mln EUR) w latach 2004-2013<sup>32</sup>

| Bilans płatniczy                                 | 2004    | 2005   | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    |
|--|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>A. Rachunek bieżący</b>                       | -10 736 | -5 856 | -10 425 | -19 245 | -23 799 | -12 152 | -18 129 | -18 519 | -14 191 | -4 984  |
| Saldo obrotów towarowych                         | -4 826  | -2 508 | -5 829  | -13 827 | -20 928 | -5 427  | -8 893  | -10 059 | -5 175  | 2 309   |
| Saldo usług                                      | 28      | 585    | 582     | 3 441   | 3 475   | 3 427   | 2 334   | 4 048   | 4 642   | 5 249   |
| Saldo dochodów                                   | -6 775  | -5 490 | -7 728  | -11 928 | -8 685  | -11 828 | -14 415 | -16 869 | -17 662 | -16 377 |
| Saldo transferów bieżących                       | 837     | 1 557  | 2 550   | 3 069   | 2 339   | 1 676   | 2 845   | 4 361   | 4 004   | 3 835   |
| <b>B. Rachunek kapitałowy</b>                    | 954     | 786    | 1 666   | 3 418   | 4 068   | 5 080   | 6 453   | 7 254   | 8 550   | 9 011   |
| <b>C. Rachunek finansowy</b>                     | 6 629   | 12 151 | 10 586  | 27 621  | 25 924  | 24 597  | 30 936  | 23 091  | 17 549  | 2 182   |
| Polskie inwestycje bezpośrednie za granicą       | -757    | -2 792 | -7 137  | -4 020  | -3 072  | -3 335  | -5 484  | -5 935  | -607    | 3 684   |
| Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce     | 10 237  | 8 330  | 15 741  | 17 242  | 10 128  | 9 343   | 10 507  | 14 896  | 4 763   | -4 574  |
| Inwestycje portfelowe: aktywa                    | -1 055  | -2 008 | -3 685  | -4 606  | 1 701   | -1 009  | -799    | 628     | -335    | -2 059  |
| Inwestycje portfelowe: pasywa                    | 8 486   | 11 797 | 1 485   | -20     | -3 655  | 11 303  | 20 041  | 11 266  | 16 134  | 1 640   |
| Pozostałe inwestycje: aktywa                     | -9 602  | -2 181 | -3 137  | -1 321  | 4 039   | 3 911   | -2 837  | -2 605  | -1 605  | 427     |
| Pozostałe inwestycje: pasywa                     | -834    | -1 132 | 7 868   | 21 804  | 17 527  | 5 681   | 10 090  | 4 972   | -3 045  | 2 672   |
| Pochodne instrumenty finansowe                   | 154     | 137    | -549    | -1 458  | -744    | -1 297  | -582    | -131    | 2 244   | 392     |
| <b>D. Saldo błędów i opuszczeń</b>               | 3 838   | -627   | 204     | -2 414  | -8 621  | -7 111  | -7 767  | -7 132  | -3 171  | -5 452  |
| <b>Razem A-D</b>                                 | 685     | 6 454  | 2 031   | 9 380   | -2 428  | 10 414  | 11 493  | 4 694   | 8 737   | 757     |
| <b>E. Zmiana oficjalnych aktywów rezerwowych</b> | -685    | -6 454 | -2 031  | -9 380  | 2 428   | -10 414 | -11 493 | -4 694  | -8 737  | -757    |

Źródło: Dane NBP.

W 2013 r. saldo transferów bieżących i kapitałowych było zbliżone do odnotowanego w 2012 r. Wzrostowi składki płaconej przez Polskę do UE towarzyszyło bowiem zwiększenie napływu środków w ramach Funduszu Spójności<sup>33</sup>.

Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego istotnie się poprawiło i w efekcie istotnie obniżyła się nadwyżka na rachunku finansowym (Tabela 5). Do obniżenia nadwyżki na rachunku finansowym przyczyniło się ujemne saldo zagranicznych inwestycji bezpośrednich (na skutek wycofania części kapitałów własnych z polskich spółek-córek w ramach tzw. transakcji kapitału w tranzycie<sup>34</sup>), oraz wyraźnie niższy napływ zagranicznych inwestycji portfelowych. W kierunku obniżenia wielkości napływu netto inwestycji portfelowych oddziaływał w szczególności wzrost globalnej awersji do ryzyka i przepływ kapitału do mniej ryzykownych aktywów, denominowanych w głównych walutach światowych. Czynnikiem skłaniającym część inwestorów zagranicznych do realizacji zysków – zwłaszcza w II i III kw. 2013 r. – były także wysokie ceny polskich obligacji skarbowych w tym okresie.

<sup>32</sup> W przypadku rachunku finansowego prezentowane wielkości powinny być interpretowane następująco: dodatnia (ujemna) wielkości inwestycji rezydentów za granicą (pozycje: polskie inwestycje bezpośrednie za granicą, inwestycje portfelowe: aktywa, pozostałe inwestycje: aktywa) oznacza zmniejszenie (zwiększenie) polskich aktywów za granicą. Z kolei dodatnia (ujemna) wartość inwestycji nierezydentów w Polsce (pozycje: zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce, inwestycje portfelowe: pasywa, pozostałe inwestycje: pasywa) oznacza zwiększenie (zmniejszenie) polskich zobowiązań wobec zagranicy. Suma pozycji od A do D odpowiada wartości transakcji NBP. W konwencji bilansu płatniczego stosuje się przeciwny znak w pozycji zmiana oficjalnych aktywów rezerwowych: ujemny znak oznacza wzrost oficjalnych aktywów rezerwowych, znak dodatni natomiast oznacza ich spadek.

<sup>33</sup> W efekcie łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego istotnie się poprawiło i wyniosło 1,0% PKB, wobec -1,5% w 2012 r.

<sup>34</sup> Transakcje te miały charakter czysto finansowy (transfer środków w ramach grupy kapitałowej) i nie były wynikiem procesów gospodarczych zachodzących w Polsce, w szczególności nie miały związku z pogorszeniem koniunktury.

Konsekwencją spadku deficytu na rachunku obrotów bieżących i obniżenia zadłużenia zagranicznego Polski była poprawa części wskaźników obrazujących nierównowagę zewnętrzną polskiej gospodarki. W szczególności obniżyła się relacja deficytu obrotów bieżących do PKB, a na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych odnotowano nadwyżkę. Zmniejszyła się relacja zadłużenia zagranicznego do PKB. Jednocześnie na skutek m.in. spadku wartości aktywów zagranicznych polskich podmiotów (w postaci oficjalnych aktywów rezerwowych i inwestycji bezpośrednich za granicą) pogłębiła się ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (Tabela 5).

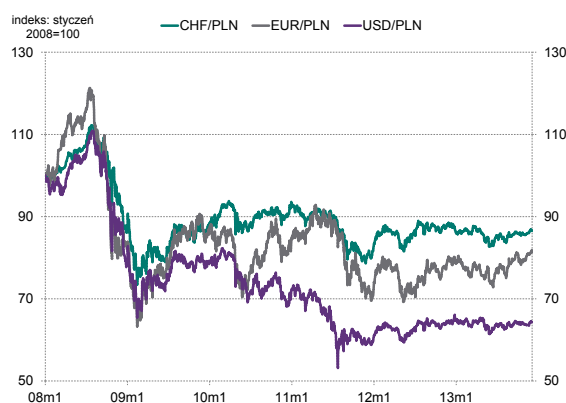
Tabela 5 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w latach 2004-2013

|   | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Saldo obrotów bieżących/PKB (%)                                   | -5,2  | -2,4  | -3,8  | -6,2  | -6,6  | -3,9  | -5,1  | -5,0  | -3,7  | -1,3  |
| Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (%)                    | -4,8  | -2,1  | -3,2  | -5,1  | -5,4  | -2,3  | -3,3  | -3,0  | -1,5  | 1,0   |
| Saldo obrotów towarowych/PKB (%)                                  | -2,4  | -1,0  | -2,1  | -4,4  | -5,8  | -1,7  | -2,5  | -2,7  | -1,4  | 0,6   |
| Saldo obrotów towarowych i usług/PKB (%)                          | -2,3  | -0,8  | -1,9  | -3,3  | -4,8  | -0,6  | -1,8  | -1,6  | -0,1  | 1,9   |
| Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług | 4,0   | 4,7   | 3,8   | 3,9   | 3,3   | 5,3   | 5,4   | 5,2   | 5,6   | 5,2   |
| Zadłużenie zagraniczne/PKB (%)                                    | 46,6  | 45,9  | 47,4  | 50,9  | 47,9  | 62,4  | 66,9  | 67,5  | 72,6  | 70,7  |
| Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (%)                 | -46,2 | -44,2 | -46,4 | -52,6 | -47,5 | -61,8 | -66,0 | -59,8 | -68,0 | -69,4 |

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS i NBP.

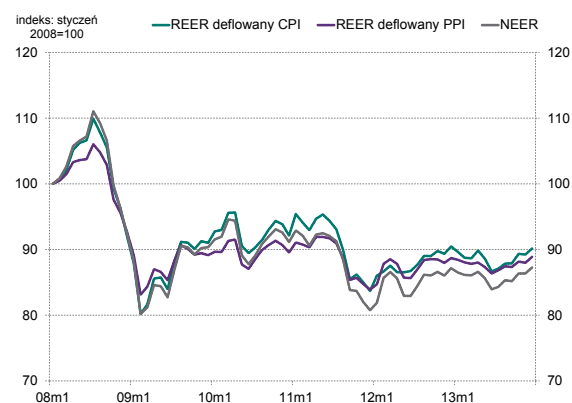
W I połowie 2013 r. kurs złotego nieco się osłabił, do czego przyczynił się wzrost percepcji ryzyka na rynkach finansowych związany z tzw. kryzysem cypryjskim (w marcu) i z zapowiedziami Rezerwy Federalnej o możliwości stopniowego wycofywania się z programu luzowania ilościowego (w maju i czerwcu), a także relatywnie słabsze – względem wcześniejszych oczekiwań – dane dotyczące wzrostu gospodarczego Polski. Natomiast w II połowie roku miała miejsce aprecjacja kursu walutowego. Umocnienie złotego wspierała głównie publikacja poprawiających się krajowych danych makroekonomicznych, w tym znaczące ograniczenie deficytu na rachunku obrotów bieżących. Znaczenie dla kształtowania się kursu złotego w tym okresie miała także poprawa perspektyw wzrostu w strefie euro oraz aprecjacja euro.

Wykres 21 Nominalny kurs złotego względem głównych walut w latach 2008-2013



Źródło: Dane Bloomberg.  
Wzrost oznacza aprecjację.

Wykres 22 Realny i nominalny efektywny kurs walutowy w latach 2008-2013



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

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

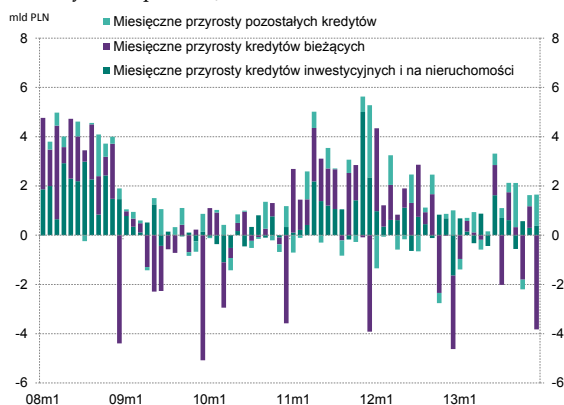
Średnioroczny nominalny efektywny kurs złotego nieco się umocnił względem 2012 r. (Wykres 21, Wykres 22). Umocnieniu złotego względem dolara (o 2,9%) i franka szwajcarskiego (o 1,8%) towarzyszyło nieznaczne osłabienie kursu wobec euro (o 0,3%).

## Załącznik 5. Pieniądz i kredyt

W 2013 r. – podobnie jak w 2012 r. – dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego utrzymała się na niskim poziomie<sup>35</sup>. Roczny wzrost zadłużenia sektora prywatnego w 2013 r. wyniósł 3,9%, wobec 4,4% w 2012 r.<sup>36</sup> W warunkach słabego wzrostu aktywności gospodarczej, w tym inwestycyjnej, dynamika kredytu dla firm pozostała niska. Jednocześnie stopniowe ożywienie akcji kredytowej na cele konsumpcyjne, przy stabilnym – choć niskim – przyroście kredytów mieszkaniowych, przełożyło się na pewne przyspieszenie dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych.

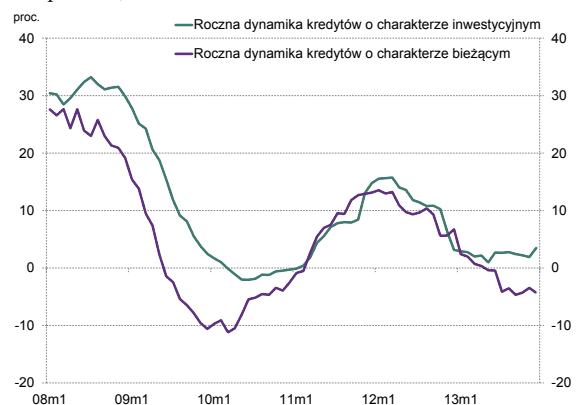
Przyrost kredytów dla przedsiębiorstw w 2013 r. był niewielki, na co złożył się spadek kredytów o charakterze bieżącym oraz ograniczony wzrost kredytów inwestycyjnych (Wykres 23, Wykres 24). Niska akcja kredytowa dla przedsiębiorstw była związana zarówno z ograniczonym popytem firm na zewnętrzne źródła finansowania, jak i czynnikami podażowymi, związanymi z polityką kredytową banków. Choć znaczące obniżenie stóp procentowych NBP w 2012-2013 r. przełożyło się na spadek oprocentowania kredytów, to – zwłaszcza w I połowie 2013 r. – utrzymanie restrykcyjnych kryteriów i pewne zaostrzenie warunków udzielania kredytów oddziaływały w kierunku obniżenia dynamiki kredytów<sup>37</sup>.

**Wykres 23** Miesięczne przyrosty nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw w latach 2008-2013



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 24** Dynamika kredytów inwestycyjnych i bieżących dla przedsiębiorstw w latach 2008-2013



Źródło: Dane NBP.

Z kolei w zakresie kredytów dla gospodarstw domowych nastąpiło wyraźne złagodzenie kryteriów udzielania kredytów konsumpcyjnych. Jednak wciąż relatywnie restrykcyjna polityka kredytowa banków w zakresie kredytów mieszkaniowych ograniczyła skalę ożywienia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych (Wykres 25, Wykres 26).

Złagodzenie polityki kredytowej banków w odniesieniu do kredytów konsumpcyjnych było w znacznym stopniu związane ze zmianą Rekomendacji T, zmniejszającą wymagania stawiane

<sup>35</sup> Omawiane w tym rozdziale dynamiki agregatów monetarnych odnoszą się do zmian transakcyjnych.

<sup>36</sup> Podane dynamiki to roczne dynamiki kredytów dla sektora prywatnego z grudnia 2012 i 2013 r.

<sup>37</sup> Średnioroczne oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w 2013 r. było o 1,7 pkt proc. niższe niż w 2012 r.

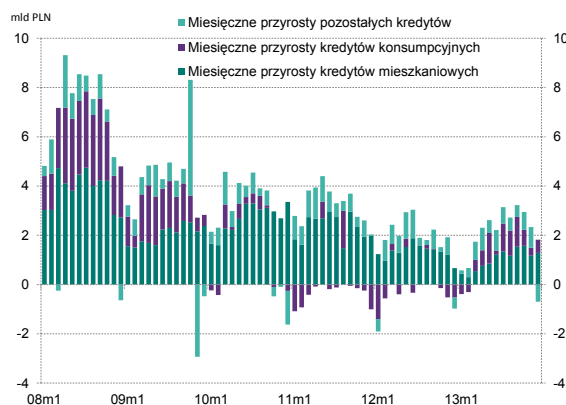
Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

kredytobiorcom<sup>38</sup>. W tym segmencie rynku widoczne było więc ożywienie aktywności, czemu dodatkowo sprzyjał wzrost popytu na kredyty ze strony gospodarstw domowych. W efekcie – po 2 latach spadku – dynamika kredytów na cele konsumpcyjne ponownie stała się dodatnia.

Z kolei w segmencie kredytów mieszkaniowych niskie stopy procentowe, w połączeniu z oczekiwanym wejściem w życie bardziej restrykcyjnej wersji Rekomendacji S, wspierały przyrost akcji kredytowej dla gospodarstw domowych<sup>39, 40</sup>. Jednocześnie, w warunkach utrzymującej się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy i relatywnie restrykcyjnej polityki kredytowej banków, zakończenie w 2012 r. programu „Rodzina na swoim” oraz oczekiwanie na rozpoczęcie w 2014 r. programu „Mieszkanie dla młodych” ograniczały przyrost kredytów mieszkaniowych<sup>41,42</sup>.

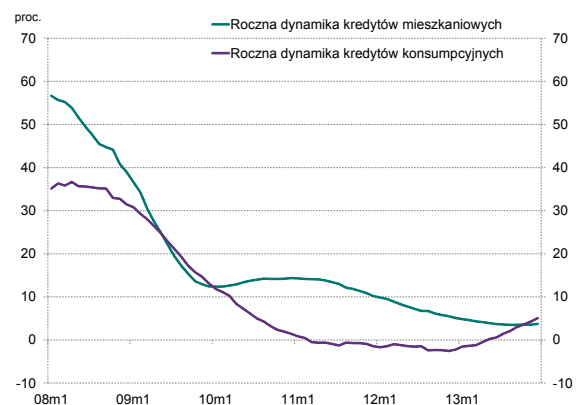
W 2013 r. w dalszym ciągu systematycznie wzrastał udział kredytów złotych w kredytach mieszkaniowych ogółem, co oddziaływało w kierunku zwiększenia efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

**Wykres 25** Miesięczne przyrosty nowych kredytów złotych dla gospodarstw domowych w latach 2008-2013



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 26** Dynamika kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w latach 2008-2013



Źródło: Dane NBP.

W 2013 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 pozostało na poziomie zbliżonym do 2012 r., tj. niższym od wieloletniej średniej (Wykres 27). Jednak ze względu na niski wzrost aktywności gospodarczej i niską inflację, dynamika M3 była wyższa od dynamiki nominalnego PKB<sup>43</sup>. Na utrzymanie stabilnego przyrostu agregatu M3 złożyła się odbudowa depozytów przedsiębiorstw, przy pewnym osłabieniu wzrostu depozytów gospodarstw domowych (Wykres 28). Znaczący wzrost depozytów firm odzwierciedlał ich dobrą sytuację finansową, przy wciąż ograniczonej skłonności do inwestowania. Z kolei w przypadku gospodarstw domowych, mniejszemu przyrostowi relatywnie

<sup>38</sup> Zmiana Rekomendacji T została uchwalona w lutym 2013 r.

<sup>39</sup> Nowa wersja Rekomendacji S weszła w życie w styczniu 2014 r.

<sup>40</sup> Średnioroczne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w 2013 r. było o 1,6 pkt proc. niższe niż w 2012 r.

<sup>41</sup> Polityka kredytowa banków w zakresie kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych zmieniła się jedynie nieznacznie. Pewnemu złagodzeniu kryteriów towarzyszyło zaostrzenie części warunków ich udzielania. Jednak biorąc pod uwagę zaostrzenie kryteriów w 2012 r. polityka kredytowa banków mogła być określona jako wciąż relatywnie restrykcyjna.

<sup>42</sup> Średnioroczne oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych w 2013 r. było o 1,5 pkt proc. niższe niż w 2012 r.

<sup>43</sup> W ujęciu transakcyjnym wzrost M3 wyniósł 6,2% (grudzień 2013 r. wobec grudnia 2012 r.), a nominalny wzrost PKB w 2013 r. (wobec 2012 r.) wyniósł 2,3%.

nisko oprocentowanych depozytów towarzyszył wzrost lokowania środków w funduszach inwestycyjnych.

W 2013 r. – w przeciwieństwie do agregatu M3 – odnotowano silny wzrost dynamiki składowych agregatu M1 (Wykres 27). Wynikał on przede wszystkim ze zmian preferencji gospodarstw domowych co do struktury terminowej aktywów – wzrost udziału pieniądza gotówkowego oraz środków gromadzonych na rachunkach bieżących. Zmiana preferencji mogła wynikać z obniżenia oprocentowania depozytów, a także – zwłaszcza w II połowie 2013 r. – ze stopniowego ożywienia sprzedaży wskazującej na odbudowę konsumpcji prywatnej.<sup>44</sup>

Wykres 27 Dynamika M1 i M3 w latach 2008-2013



Źródło: Dane NBP.

Wykres 28 Dynamika depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych zaliczanych do M3 w latach 2008-2013



Źródło: Dane NBP.

<sup>44</sup> Z kolei spowolnienie wzrostu agregatu M1 pod koniec 2013 r. było związane z silniejszym wzrostem depozytów terminowych firm.



## Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

### Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 stycznia 2013 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Analizując uwarunkowania zewnętrzne zwracano uwagę, że koniunktura w gospodarce światowej pozostaje słaba, choć niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie w najbliższym okresie zmniejszyła się, przede wszystkim z uwagi na częściowe uzgodnienie skali zacieśnienia fiskalnego w Stanach Zjednoczonych w 2013 r., prace nad reformami instytucjonalnymi w strefie euro oraz dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Czynniki te przyczyniały się również do poprawy nastrojów na rynkach finansowych. Wskazywano jednocześnie na utrzymującą się recesję w większości krajów strefy euro oraz na kontynuację zacieśnienia fiskalnego w wielu z nich. Zwracano przy tym uwagę, że dążenie do zmniejszania nierównowagi w sektorze finansów publicznych może w krótkim okresie oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB i dalszego wzrostu stopy bezrobocia w części krajów strefy euro. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że w 2013 r. dynamika PKB w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, najprawdopodobniej będzie kształtowała się na wyższym poziomie w porównaniu z pozostałymi krajami strefy euro. Inni członkowie Rady oceniali, że choć w perspektywie kilku kwartałów można oczekiwać pewnej poprawy globalnej koniunktury, to wzrost gospodarczy za granicą będzie nadal utrzymywał się na stosunkowo niskim poziomie.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zgodzili się, że napływające dane potwierdzają dalsze spowolnienie aktywności w gospodarce w IV kw. 2012 r. Podkreślano, że spowolnienie wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale i wewnętrznych. Oceniano, że wzrost gospodarczy w IV kw. najprawdopodobniej kształtował się poniżej poziomu przewidywanego w projekcji listopadowej.

Zdaniem części członków Rady, napływające dane, w tym informacje o sprzedaży detalicznej, sugerują, że dynamika konsumpcji w IV kw. najprawdopodobniej kształtowała się blisko zera. Analizując źródła spowolnienia dynamiki konsumpcji członkowie Rady wskazywali na spadek realnych dochodów do dyspozycji, związany w szczególności z pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy. Podkreślano, że spowolnieniu dynamiki wydatków konsumpcyjnych towarzyszy obniżanie się stopy oszczędności do historycznie niskich poziomów.

Odnosząc się do dynamiki inwestycji, wyrażono opinię, że w IV kw. pozostała ona najprawdopodobniej ujemna. Zwracano uwagę na znaczne ograniczenie wydatków inwestycyjnych sektora finansów publicznych pod koniec 2012 r., w tym zwłaszcza samorządów, związane z koniecznością ograniczania nierównowagi fiskalnej. W odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w poprzednich latach silny wzrost inwestycji był wspierany przez nadmiernie optymistyczne oczekiwania firm i fundusze unijne.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

Omawiając bieżącą sytuację w sektorze bankowym, niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę na utrzymującą się restrykcyjność warunków udzielania kredytów przez banki i spowolnienie wzrostu depozytów. W tym kontekście wskazali oni również na znacząco silniejsze zmniejszenie oprocentowania depozytów niż kredytów dla sektora prywatnego po obniżkach stóp procentowych NBP dokonanych na poprzednich posiedzeniach.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że w najbliższych kwartałach wzrost PKB pozostanie niski. W kierunku niższej konsumpcji będzie oddziaływać niska dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związana z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, a także wzrost efektywnej stawki podatku dochodowego od osób fizycznych w 2013 r. W odniesieniu do sytuacji na rynku pracy część członków Rady była zdania, że można oczekiwać dalszego jej pogorszenia, czego odzwierciedleniem będzie prawdopodobny dalszy wzrost stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że podwyższenie składki rentowej w 2012 r. oraz relatywnie wysoka w stosunku do średniego wynagrodzenia płaca minimalna mogą oddziaływać w kierunku obniżenia popytu na pracę. Ponadto, negatywnie na konsumpcję nadal będą wpływać ograniczone możliwości dalszego obniżania stopy oszczędności. Analizując perspektywy inwestycji, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika inwestycji wciąż będzie ujemna, na co w szczególności wskazuje dalszy spadek wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji. Zwracano uwagę, że jednym z czynników osłabiających inwestycje w gospodarce pozostanie ograniczanie inwestycji publicznych, w tym wydatków inwestycyjnych samorządów współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Równocześnie oceniano, że wzrost gospodarczy w dalszym ciągu będzie wspierany głównie przez eksport netto. Z tego też powodu czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w Polsce są perspektywy kształtowania się popytu strefy euro. Część członków Rady była przy tym zdania, że wraz z możliwą poprawą sytuacji gospodarczej za granicą w II połowie 2013 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może przyspieszyć.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnich miesiącach inflacja CPI istotnie się obniżyła i w listopadzie znalazła się w pobliżu celu inflacyjnego. Podkreślano, że spadek inflacji CPI wynikał w znacznym stopniu ze spowolnienia wzrostu cen surowców, w tym żywności i energii, które we wcześniejszym okresie były ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki cen. Do obniżenia inflacji CPI przyczynił się również dalszy spadek inflacji bazowej, co wskazuje na brak presji popytowej. W tym kontekście podkreślano, że obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Równocześnie większość członków Rady uważała, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie się nadal obniżać, a następnie ustabilizuje się, pozostając poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie co najmniej roku. Według członków Rady spadek inflacji będzie wynikał zarówno z obniżek cen nośników energii od stycznia 2013 r., jak i z utrzymywania się ujemnej luki popytowej i braku presji płacowej w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na niepewność związaną z kształtowaniem się inflacji w dalszej perspektywie. Niepewność ta wynika w szczególności z możliwych istotnych zmian cen surowców na rynkach światowych, a także cen usług komunalnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, iż mimo oczekiwanego dalszego obniżenia się

## Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

inflacji bazowej, w 2013 r. może ona utrzymać się na podwyższonym – jak na tę fazę cyklu koniunkturalnego – poziomie.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP – podobnie jak na poprzednich posiedzeniach – uznano, że powinny one zostać ponownie obniżone, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i ograniczy ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie. Członkowie Rady różnili się jednak w ocenie skali obniżki stóp procentowych NBP, zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i w trakcie całego cyklu.

Większość członków Rady wskazywała, że napływające dane – potwierdzające oczekiwany spadek inflacji i postępujące spowolnienie gospodarcze – nie uzasadniają zwiększenia skali obniżki stóp NBP na bieżącym posiedzeniu. Za utrzymaniem dotychczasowej skali obniżki stóp procentowych przemawia także – zdaniem tych członków Rady – ryzyko związane z kształtowaniem się dynamiki cen, w szczególności cen surowców. Niektórzy z nich wskazywali przy tym, że silne obniżenie stóp procentowych może prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania.

Z kolei zdaniem niektórych członków Rady, ze względu na prawdopodobne kształtowanie się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w najbliższych kwartałach, wskazane jest większe – a nawet znacznie większe – obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że za szybkim łagodzeniem polityki pieniężnej przemawia w szczególności długość opóźnień w mechanizmie transmisji.

Odnosząc się do przyszłych decyzji, większość członków Rady nie wykluczyła dalszego złagodzenia polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym dane o PKB za 2012 r., potwierdzałyby trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostałoby ograniczone. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że dotychczas dokonane obniżki stóp procentowych są wystarczające dla ograniczenia ryzyka utrzymywania się inflacji znacznie poniżej celu w średnim okresie, a wpływ ewentualnych dalszych obniżek stóp NBP na aktywność gospodarczą byłby ograniczony. Jednocześnie, zdaniem niektórych z tych członków Rady, dalsze złagodzenie polityki pieniężnej mogłoby w dłuższym okresie przyczynić się do narastania nierównowag w polskiej gospodarce.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Na posiedzeniu złożono także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, stopa redyskonta weksli 4,25%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 lutego 2013 r.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych podkreślano, że aktywność w gospodarce światowej pozostaje słaba, na co wskazuje w szczególności obniżenie się tempa wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w IV kw. 2012 r. oraz utrzymanie się recesji w strefie euro. Jednocześnie zwracano uwagę na pewną poprawę niektórych wskaźników koniunktury w największych gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady podkreślała, że nie wygasły czynniki przyczyniające się do zmienności sentymentu na rynkach finansowych oraz nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Analizując perspektywy kształtowania się koniunktury za granicą, niektórzy członkowie Rady wskazywali na dalszą rewizję w dół prognoz wzrostu PKB na 2013 r. dla głównych partnerów handlowych Polski, tj. dla strefy euro, w tym dla Niemiec. Inni członkowie Rady wskazywali, że – choć aktywność gospodarcza na świecie w nadchodzących kwartałach będzie najprawdopodobniej utrzymywała się na stosunkowo niskim poziomie – to w II połowie 2013 r. oczekuje się jej stopniowej poprawy. Biorąc pod uwagę znaczącą rolę eksportu netto we wzroście krajowego PKB w ostatnich kwartałach, część członków Rady oceniała, że kształtowanie się koniunktury za granicą może mieć w 2013 r. silniejszy wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce niż w okresie spowolnienia wzrostu w 2009 r.

Omawiając dane o wzroście gospodarczym w Polsce w IV kw. 2012 r. (implikowane ze wstępnego szacunku PKB w 2012 r.) członkowie Rady wskazywali na dalsze osłabienie się popytu krajowego będące w szczególności wynikiem spadku popytu konsumpcyjnego oraz dalszego obniżania się inwestycji. Część członków Rady podkreślała przy tym, że we wcześniejszych okresach dekoniunktury konsumpcja była zawsze czynnikiem podtrzymującym wzrost gospodarczy, i jej obecny spadek sygnalizuje możliwość głębszego spowolnienia popytu krajowego w kolejnych kwartałach, zwłaszcza uwzględniając słabe perspektywy dla inwestycji firm i ograniczone możliwości wzrostu inwestycji sektora publicznego. Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że fundamenty polskiej gospodarki są nadal dobre, o czym świadczy brak istotnych nierównowag makroekonomicznych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że zgodnie z dostępnymi prognozami krótkookresowymi, w kolejnych kwartałach można oczekiwać pewnego wzrostu dynamiki PKB.

W odniesieniu do spadku konsumpcji część członków Rady wskazywała, że jest on w znacznym stopniu związany z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, w tym z niskim wzrostem płac oraz zwiększeniem obaw o utratę pracy w warunkach podwyższonego bezrobocia. Obniżanie się konsumpcji było także w części związane z wyhamowaniem akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że niski stosunek kredytu do PKB w Polsce na tle innych krajów Unii Europejskiej świadczy o ograniczonej możliwości stymulowania popytu konsumpcyjnego poprzez akcję kredytową. Zwracali oni przy tym uwagę, że w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w których napływ oszczędności krajowych do systemu bankowego był ograniczony, zmniejszenie roli kapitału zagranicznego jako źródła finansowania akcji kredytowej banków, przełożyło się na silniejsze wyhamowanie kredytu. Członkowie ci wskazywali, że w Polsce w 2012 r. przyrost depozytów gospodarstw domowych w systemie bankowym był istotnie mniejszy niż w 2011 r., co mogło być czynnikiem wpływającym na politykę kredytową banków. Część

członków Rady oceniała, że większe znaczenie dla wielkości akcji kredytowej banków mogły mieć działania nadzorcze oraz malejący popyt na kredyt ze strony sektora prywatnego.

Omawiając kształtowanie się depozytów gospodarstw domowych w 2012 r. część członków Rady wskazywała, że choć zmniejszenie ich przyrostu było w pewnym stopniu związane ze zwiększeniem napływu środków do funduszy inwestycyjnych, to świadczy ono także o mniejszej skłonności do oszczędności gospodarstw domowych zwłaszcza w sytuacji obniżenia oprocentowania depozytów pod koniec 2012 r. Inni członkowie Rady oceniali, że o skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych decydują obecnie w większym stopniu czynniki koniunkturalne, co oznacza, że ich obecny niski poziom jest typowy dla fazy osłabienia koniunktury, a wysokość oprocentowania depozytów ma na nią ograniczony wpływ.

W odniesieniu do kształtowania się inwestycji część członków Rady oceniała, że obecnie nie ma czynników, które pozwalałyby oczekiwać znaczącego wzrostu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, co w połączeniu z ograniczeniem inwestycji sektora publicznego, może przełożyć się na utrzymanie w kolejnych kwartałach ujemnej dynamiki tego komponentu popytu krajowego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w IV kw. 2012 r. spadek inwestycji był nieco mniejszy niż w III kw. i – zgodnie z dostępnymi prognozami krótkookresowymi – również w 2013 r. dynamika inwestycji, choć może pozostać ujemna, to będzie wzrastała.

Członkowie Rady omawiali także wpływ polityki fiskalnej na aktywność gospodarczą w 2013 r. Część członków Rady wskazywała, że dalszy spadek inwestycji sektora publicznego będzie w krótkim okresie ograniczał tempo wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że zmniejszeniu inwestycji publicznych będzie towarzyszył wzrost spożycia publicznego (również z uwagi na działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury), i w efekcie polityka fiskalna nie będzie czynnikiem silnie spowalniającym wzrost PKB.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych, członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy spadek inflacji CPI, która w grudniu 2012 r. obniżyła się do 2,4%, tj. ukształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP (2,5%). Nadal obniżały się również miary inflacji bazowej, a wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu po raz kolejny był ujemny, co w opinii Rady sygnalizuje brak presji popytowej i kosztowej w gospodarce. Spadkowi inflacji towarzyszyło obniżenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Część członków Rady wskazywała, że w najbliższych miesiącach można oczekiwać obniżenia się inflacji w okolice dolnej granicy odchylenia od celu, a uwzględniając prawdopodobne utrzymanie się niskiej aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, istnieje ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Inni członkowie Rady podkreślali, że obecne obniżenie się inflacji jest w znacznym stopniu wynikiem osłabienia się dynamiki cen energii i żywności do jednych z najniższych poziomów w ostatnich kilkunastu latach. Członkowie ci argumentowali, że zwłaszcza w przypadku cen energii, pozostających pod wpływem kształtowania się światowych cen surowców, osłabienie ich dynamiki może być zjawiskiem przejściowym.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP większość członków Rady uznała, że – podobnie jak na poprzednich posiedzeniach – powinny one zostać ponownie obniżone, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i w efekcie ograniczy ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżki stóp procentowych NBP, zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i w trakcie całego obecnego cyklu.

Podobnie jak na styczniowym posiedzeniu, większość członków Rady uznała, że napływające dane – potwierdzające oczekiwany spadek inflacji i wyraźne spowolnienie gospodarcze – nie uzasadniają zwiększenia skali obniżki stóp NBP na bieżącym posiedzeniu. Zdaniem niektórych członków Rady za utrzymaniem dotychczasowej skali obniżki stóp procentowych przemawia także obawa, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania w sektorze bankowym.

Zdaniem części członków Rady, ze względu na ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP już w najbliższych kwartałach, wskazane jest większe – a nawet znacznie większe – obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że za szybkim łagodzeniem polityki pieniężnej przemawia w szczególności długość opóźnień w mechanizmie transmisji. Członkowie ci wskazywali także na relatywnie wysoki poziom realnych stóp procentowych w Polsce na tle największych gospodarek rozwiniętych.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że obecny poziom stóp procentowych jest relatywnie niski w porównaniu z wcześniejszymi okresami dekonjunktury i nie jest uzasadnione dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Członkowie ci argumentowali ponadto, że nadmierne obniżenie stóp procentowych byłoby czynnikiem, który zmniejszałby bodźce do wzmacniania popytowej strony gospodarki, co biorąc pod uwagę głębokość obecnych dostosowań np. w zakresie jednostkowych kosztów pracy w części krajów Unii Europejskiej miałyby negatywne konsekwencje dla wzrostu PKB w dłuższej perspektywie.

Odnosząc się do przyszłych decyzji, większość członków Rady uznała, że ocena zasadności ewentualnego dalszego łagodzenia polityki pieniężnej będzie zależała od wniosków płynących z analizy napływających informacji dotyczących konjunktury gospodarczej i presji inflacyjnej, w tym wyników marcowej projekcji makroekonomicznej NBP. Niektórzy członkowie Rady sygnalizowali przy tym, że biorąc pod uwagę dokonane złagodzenie polityki pieniężnej i oczekiwaną stopniową poprawę konjunktury w II połowie 2013 r., być może zbliża się moment przerwy lub zakończenia obecnego cyklu obniżek stóp procentowych NBP.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,0 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Na posiedzeniu złożono także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: 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 6 marca 2013 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście danych makroekonomicznych oraz marcowej projekcji inflacji i PKB.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, zwracano uwagę na wyhamowanie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i brak poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro w IV kw. 2012 r. Podkreślano, że PKB w większości krajów strefy euro, w tym w największych gospodarkach strefy, tj. we Francji i w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, obniżył się w tym okresie. Jednocześnie wskazywano na pojawiające się sygnały pewnej poprawy wskaźników koniunktury w niektórych krajach strefy euro w pierwszych miesiącach 2013 r., choć wyrażano przy tym wątpliwość, czy jest to wystarczający sygnał poprawy koniunktury gospodarczej w tych krajach. Część członków Rady oceniała, że wychodzenie strefy euro z recesji będzie powolne. W tym kontekście zwrócono także uwagę na wzrost niepewności dotyczącej sytuacji politycznej we Włoszech, co mogłoby przyczynić się do pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych w strefie euro oraz na rynkach finansowych.

Omawiając kształtowanie się sytuacji w polskiej gospodarce, członkowie Rady podkreślali, że dane o PKB za IV kw. 2012 r. potwierdziły silne spowolnienie gospodarki w tym okresie. Wskazywano na utrzymanie się spadku popytu krajowego, na który złożył się zarówno dalszy spadek inwestycji, jak i obniżenie popytu konsumpcyjnego. Wskazywano, że dane miesięczne, które napłynęły od poprzedniego posiedzenia, sugerują, że również na początku 2013 r. aktywność gospodarcza pozostała niska. Jednocześnie zwrócono uwagę na nieco lepsze od oczekiwań dane miesięczne o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz na poprawę niektórych wskaźników koniunktury, które mogą sugerować wzrost aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady była zdania, że czynnikiem ograniczającym dynamikę popytu w Polsce, w szczególności popytu konsumpcyjnego, jest wciąż pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz niska dynamika akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. W tym kontekście część członków Rady zwróciła uwagę na utrzymanie się obserwowanego od kilku lat stopniowego wzrostu stopy bezrobocia, który ogranicza presję płacową w gospodarce oraz wpływa negatywnie na dynamikę konsumpcji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że wzrost stopy bezrobocia w ostatnich latach był w znacznym stopniu związany ze zwiększeniem podaży pracy, a w mniejszym – ze spadkiem zatrudnienia.

Dyskutując na temat akcji kredytowej, wyrażano opinię, że w kierunku jej osłabienia oddziałuje w dużym stopniu zaostrzenie polityki kredytowej przez banki. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że nawet jeśli nastąpi pewne złagodzenie tej polityki w odniesieniu do sektora gospodarstw domowych, to nie przyczyni się to do wyraźnego ożywienia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych ze względu na obniżanie się popytu na kredyt tego sektora. Zwracano uwagę, że czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia dynamiki akcji kredytowej jest obniżenie stóp procentowych NBP. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

dotychczasowe obniżenie stóp procentowych NBP wpłynęło w większym stopniu na obniżenie oprocentowania depozytów w bankach niż kredytów, a – pomimo złagodzenia polityki pieniężnej – dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych kształtuje się na niskim poziomie, do czego przyczynia się obniżenie popytu na kredyt. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie oprocentowania depozytów w sektorze bankowym może wpływać na obniżenie skłonności do oszczędzania przez gospodarstwa domowe.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w kontekście projekcji marcowej, większość członków Rady podkreślała, że w świetle projekcji w najbliższych kwartałach dynamika PKB – pomimo prawdopodobnego stopniowego przyspieszenia – pozostanie niska. Zwracano przy tym uwagę, że zgodnie z projekcją także dynamika popytu krajowego w bieżącym roku będzie nadal bardzo niska, a luka popytowa pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji. Wskazuje to na ograniczone ryzyko nasilenia się presji popytowej w najbliższych latach. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że wzrost PKB może kształtować się na nieco wyższym poziomie od przewidywanego w projekcji. Członkowie ci argumentowali w szczególności, że założona w projekcji poprawa koniunktury za granicą powinna przełożyć się w większym stopniu na przyspieszenie dynamiki PKB w Polsce. Odwołując się do danych na temat restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce, poddawali oni także w wątpliwość założoną w projekcji dynamikę całkowitej produktywności czynników wytwórczych. W ich opinii dynamika ta może być niższa, co będzie skutkowało niższą dynamiką produktu potencjalnego i w efekcie szybszym domykaniem się ujemnej luki popytowej.

Omawiając kształtowanie się inflacji CPI, zwrócono uwagę na jej spadek w styczniu 2013 r. w okolice dolnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego NBP. Podkreślano, że zgodnie z marcową projekcją – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – inflacja pozostanie w okolicy dolnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji. Takie kształtowanie się inflacji CPI ma w świetle projekcji wynikać z niskiej dynamiki cen energii w kolejnych latach i obniżenia się inflacji bazowej. Przewidywany spadek inflacji bazowej oraz dynamiki jednostkowych kosztów pracy sugeruje utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w nadchodzących latach.

Zdaniem części członków Rady, inflacja może kształtować się powyżej poziomu przewidywanego w projekcji. Członkowie ci zwracali uwagę, że sytuacja geopolityczna na świecie pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku wyższego, niż założono w projekcji, poziomu cen surowców energetycznych. Argumentowali oni, że – przy założeniu wyższej dynamiki cen surowców energetycznych – inflacja może kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego w kolejnych kwartałach, a więc wyżej niż wskazuje projekcja. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że przyspieszenie dynamiki wydajności pracy wynikające z projekcji nie będzie sprzyjać utrzymywaniu się dynamiki płac na poziomach bliskich historycznemu minimum. W rezultacie dynamika jednostkowych kosztów pracy może być – w ich ocenie – wyższa niż w projekcji, co przyczyniałoby się do wyższej inflacji. W tym samym kierunku może oddziaływać szybszy niż oczekiwano w projekcji wzrost konsumpcji indywidualnej. Ponadto zwrócono uwagę, że dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższego – w stosunku do ścieżki centralnej z projekcji – wskaźnika CPI może być utrzymanie w kolejnych latach podwyższonej stawki VAT, co jest prawdopodobne w przypadku silniejszego od obecnie zakładanego wpływu spowolnienia gospodarczego na sytuację sektora finansów publicznych.



## Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na marcowym posiedzeniu. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżenia stóp procentowych NBP. Część członków Rady oceniała natomiast, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie.

Większość członków Rady uznała, że – wobec przewidywanego w projekcji marcowej utrzymywania się inflacji wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP i ujemnej luki popytowej w nadchodzących latach – uzasadnione jest dalsze obniżenie stóp procentowych NBP. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że nawet po obniżeniu stóp procentowych, ich realny poziom pozostanie wyraźnie dodatni i bezpieczny z punktu widzenia ograniczenia ryzyka narastania nierównowag w gospodarce.

Zdaniem większości członków Rady, napływające dane oraz scenariusz zarysowany w projekcji uzasadniały większe niż dotychczas obniżenie stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że skala obniżki stóp na marcowym posiedzeniu nie powinna być większa niż na poprzednich posiedzeniach. Za utrzymaniem dotychczasowego tempa łagodzenia polityki pieniężnej przemawia zdaniem tych członków Rady obawa, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania w sektorze bankowym.

Niektórzy członkowie Rady oceniali z kolei, że obecny poziom stóp procentowych jest niski w porównaniu z wcześniejszymi okresami dekoniunktury i dalsze łagodzenie polityki pieniężnej nie jest uzasadnione. Wobec znacznego – ich zdaniem – ryzyka kształtowania się inflacji powyżej ścieżki zakładanej w projekcji w średnim okresie, obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni, by umożliwić powrót inflacji do celu w takim horyzoncie. W ich ocenie, nadmierne obniżenie stóp procentowych miałyby negatywny wpływ na podaźową stronę gospodarki, w tym natężenie restrukturyzacji w sektorze przedsiębiorstw, a w efekcie na wzrost PKB w dłuższym okresie.

Zdaniem większości członków Rady, obniżenie stóp procentowych zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i na poprzednich posiedzeniach, przyczyni się do złagodzenia warunków monetarnych i będzie oddziaływało w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego, a przez to powrotu inflacji w okolice celu w średnim okresie. Większość członków Rady uznała, że decyzja o obniżeniu stóp na bieżącym posiedzeniu stanowi dopełnienie cyklu obniżek stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady nie wykluczyli jednak ponownego dostosowania stóp procentowych, jeśli napływające dane wskazywałyby na niższą aktywność gospodarczą lub niższą inflację niż przewiduje marcową projekcja.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Z powodu przyjęcia wniosku o obniżenie podstawowych stóp procentowych o 0,50 pkt proc. wniosek ten nie był głosowany. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,25%, stopa lombardowa 4,75%, stopa depozytowa 1,75%, stopa redyskonta weksli 3,50%.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 10 kwietnia 2013 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, zwracano uwagę, że w strefie euro w I kw. br. prawdopodobnie utrzymała się recesja, oraz że perspektywy ożywienia w tej gospodarce wciąż obciążone są dużą niepewnością. W tym kontekście członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie prognozy PKB w strefie euro w 2013 r. były obniżane, a wskaźniki koniunktury, po ich pewnej poprawie na początku br., pogorszyły się. W tym kontekście wskazywano także na niskie poziomy wskaźników koniunktury we Francji. Argumentowano jednak, że w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, koniunktura gospodarcza w I kw. br. była lepsza niż w całej strefie euro. Zauważano przy tym, że w tej gospodarce w bieżącym i w przyszłym roku oczekuje się pewnego przyspieszenia dynamiki aktywności gospodarczej, co może być związane ze wzrostem popytu krajowego, wspieranego przez wysokie zatrudnienie i niskie bezrobocie. Zwrócono również uwagę na relatywnie korzystne perspektywy kształtowania się popytu w Stanach Zjednoczonych, a także w Japonii. Wyrażano jednak obawy, że wzrost gospodarczy w niektórych gospodarkach rozwiniętych w kolejnych latach pozostanie stosunkowo niski – zdaniem niektórych członków Rady także w związku ze znacznym udziałem wydatków publicznych w PKB.

Członkowie Rady podkreślali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne, w tym ogłoszenie silnego poluzowania ilościowego przez Bank Japonii, może przyczynić się do nasilenia napływu kapitału portfelowego do gospodarek wschodzących, w tym do Polski. W efekcie działania te wpływają obecnie na wzrost cen obligacji skarbowych, jednak w dalszej perspektywie mogą prowadzić do wzrostu zmienności tych cen, a także kursu złotego, szczególnie w warunkach nagłych zmian awersji do ryzyka na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zauważali jednak, że napływ kapitału portfelowego obserwowany w ostatnim okresie nie wiązał się z istotną aprecjacją kursu złotego. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem ryzyka dla sektora finansowego w Polsce może być także ponowne nasilenie się problemów sektora bankowego w części gospodarek strefy euro.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że w I kw. br. dynamika aktywności pozostała niska, a w gospodarce nie pojawiły się sygnały ożywienia. W tym kontekście podkreślano, że w lutym produkcja przemysłowa spadła, po jej jedynie nieznacznym wzroście w styczniu, a dynamika produkcji budowlano-montażowej wciąż była ujemna. Równocześnie w opinii członków Rady popyt konsumpcyjny – mimo pewnej poprawy nastrojów konsumentów w ostatnim okresie – pozostał niski, co pokazuje ujemne roczne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w lutym br. Na niską aktywność gospodarczą w Polsce w I kw. br. wskazywały również – według członków Rady – niskie poziomy wskaźników koniunktury, mimo pewnej poprawy niektórych z nich w ostatnim okresie. Wskazywano również na wyniki finansowe przedsiębiorstw, które w IV kw. ub. r. się pogorszyły. Podkreślano przy tym, że sytuacja finansowa przedsiębiorstw kierujących swoją produkcję na eksport pozostała lepsza niż przedsiębiorstw kierujących swoją produkcję na rynek krajowy.

## Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, podkreślano brak presji płacowej. Przyspieszenie rocznego tempa wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w lutym wynikało prawdopodobnie ze statystycznego efektu bazy i miało jednorazowy charakter. Część członków Rady zauważała, że niski popyt w gospodarce przyczynia się do dalszego wzrostu stopy bezrobocia, co w ich opinii może negatywnie wpływać na kapitał ludzki, a przez to na potencjał produkcyjny gospodarki. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że obserwowany wzrost stopy bezrobocia wynika w dużej mierze ze wzrostu podaży pracy oraz z dostosowań zatrudnienia w przedsiębiorstwach, po jego wcześniejszym nadmiernym wzroście. Członkowie ci wskazywali, że wraz z ożywieniem produkcji sytuacja na rynku pracy również powinna się poprawiać. Członkowie Rady zwracali również uwagę na strukturalne własności rynku pracy, w tym na jego elastyczność w zakresie swobody kształtowania umów o pracę. Niektórzy z nich twierdzili, że elastyczność ta sprzyja niskiemu wynagradzaniu wydajności pracy, co z jednej strony pozwala utrzymać konkurencyjność przedsiębiorstw, z drugiej zaś, oddziałuje niekorzystnie na oszczędności i konsumpcję gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że znaczącym problemem na rynku pracy jest niska mobilność przestrzenna pracujących, związana ze słabo rozwiniętym rynkiem wynajmu mieszkań.

Członkowie Rady podkreślali, że niskiej aktywności gospodarczej towarzyszy spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, w tym o charakterze bieżącym i inwestycyjnym oraz niska dynamika kredytu dla gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na zmniejszenie wartości nowoprzyjętych depozytów od gospodarstw domowych w lutym. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że – mimo spadku stóp procentowych w ostatnim okresie – roczna dynamika depozytów gospodarstw domowych w lutym była wyższa niż w styczniu.

Oceniając perspektywy wzrostu popytu w Polsce, większość członków Rady uważała, że w najbliższych kwartałach tempo wzrostu PKB powinno przyspieszać, choć pozostanie umiarkowane. Nieco wyższy wzrost PKB będzie w opinii części członków Rady rezultatem pewnego przyspieszenia dynamiki eksportu następującego wraz z poprawą koniunktury w gospodarce niemieckiej w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że spadek inflacji będzie oddziaływał w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów konsumentów, co będzie wspierać popyt wewnętrzny. Część członków Rady uważała jednak, że ożywienie w polskiej gospodarce może odsunąć się w czasie, a moment i skala przyspieszenia dynamiki PKB obarczone są niepewnością, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą ożywienia w strefie euro. Inni członkowie Rady uważali natomiast, że przyspieszenie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może być silniejsze niż wynikało z marcowej projekcji NBP.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie wskaźnika inflacji CPI poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, a także poniżej poziomu przewidywanego w marcowej projekcji. Wskazywali przy tym na spadek wszystkich miar inflacji bazowej, co potwierdza niską presję popytową w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że spadek inflacji w ostatnim okresie wynikał w znacznym stopniu ze wstrząsów podażowych. Większość członków Rady uważała, że w najbliższych kwartałach inflacja CPI pozostanie poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, a inflacja bazowa będzie niska i stabilna. Część członków Rady wskazywała jednak na czynniki oddziałujące w kierunku wyższej niż prognozowano

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

inflacji w przyszłości. Wskazywano, że ze względu na niskie dochody podatkowe, prawdopodobieństwo utrzymania podwyższonej stawki VAT w 2014 r. jest znaczne, co jest czynnikiem podwyższającym prognozowaną w marcowej projekcji NBP ścieżkę wskaźnika CPI w 2014 r. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wyższa niż przewidywano stawka podatku pośredniego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia siły nabywczej dochodów do dyspozycji, a przez to ograniczenia presji popytowej. Część członków Rady wskazywała również na krótkookresowe ryzyka dla wzrostu cen związane z przedłużającą się zimą, która może przyczynić się wzrostu cen żywności oraz usług komunalnych. Niektórzy członkowie podkreślali także, że bieżąca i prognozowana inflacja bazowa kształtuje się na poziomie, który w przeszłości umożliwiał kształtowanie się inflacji CPI w paśmie odchyień od celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP uznano, że na obecnym posiedzeniu Rady powinny one pozostać niezmienione, w szczególności ze względu na niejednoznaczne sygnały dotyczące perspektyw poprawy koniunktury w kolejnych kwartałach. Równocześnie, odnosząc się do przyszłych decyzji, część członków Rady uważała, że w nadchodzących miesiącach uzasadnione może być ponowne obniżenie stóp procentowych, jeśli nie pojawią się wyraźne sygnały poprawy koniunktury w gospodarce Polski i wzrośnie prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie. Za możliwością obniżenia stóp procentowych, w opinii tych członków Rady, przemawia utrzymanie się relatywnie wysokiego poziomu realnych stóp procentowych, wynikające z silniejszego od prognoz spadku inflacji i obniżenia oczekiwań inflacyjnych, a także brak wyraźnych sygnałów poprawy koniunktury w gospodarce Polski. Równocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że relatywnie wysoki dysparytet stóp procentowych wobec gospodarek rozwiniętych może nasilać napływ kapitału portfelowego do Polski, zwłaszcza w warunkach wysokiej płynności na światowych rynkach dodatkowo zwiększanej przez znaczący wzrost ekspansji monetarnej Banku Japonii.

Część członków Rady uważała jednak, że ze względu na oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, a także możliwość kształtowania się inflacji CPI w 2014 r. powyżej projekcji, stopy procentowe NBP nie powinny być dalej obniżane. Niektórzy z tych członków Rady argumentowali, że dalsze obniżanie stóp procentowych może ograniczyć skalę restrukturyzacji nierentownych przedsiębiorstw i spowalniać realokację zasobów w kierunku bardziej produktywnych przedsięwzięć gospodarczych. Równocześnie w ich opinii dalsze obniżenie stóp procentowych NBP nie wspierałoby popytu w gospodarce, jako że źródłem obecnego spowolnienia są głównie słabe nastroje podmiotów gospodarczych oraz niska dynamika popytu zewnętrznego. Członkowie ci uważali także, że obniżki stóp procentowych mogą prowadzić do nadmiernego wzrostu cen obligacji skarbowych, co może zwiększyć ryzyko makroekonomiczne w razie nagłego odpływu kapitału w przyszłości. Inni członkowie Rady argumentowali, że pozostawienie stóp procentowych w ujęciu realnym na relatywnie wysokim poziomie oddziaływałoby w kierunku przyrostu depozytów, co wspierałoby stabilność sektora bankowego, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą stabilności sektora bankowego w niektórych krajach strefy euro.

Rada pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 3,25%, stopa lombardowa 4,75%, stopa depozytowa 1,75%, stopa redyskonta weksli 3,50%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 maja 2013 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, podkreślano, że w ostatnich miesiącach pojawiły się sygnały ponownego osłabienia koniunktury w gospodarce światowej. Wskazywano na niższy od oczekiwań rynkowych wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. i na pogorszenie nastrojów tamtejszych podmiotów gospodarczych. Argumentowano ponadto, że w kolejnych kwartałach czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych może być kontynuowanie tam działań mających na celu zmniejszenie nierównowagi finansów publicznych. Z kolei w strefie euro najprawdopodobniej utrzymała się recesja, a ponowne pogorszenie wyprzedzających wskaźników koniunktury w większości jej krajów członkowskich, w tym w Niemczech, może wskazywać, że perspektywa ożywienia w tej gospodarce oddala się. Niektórzy członkowie Rady wskazali przy tym jednak, że w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, zgodnie z prognozami ośrodków zewnętrznych koniunktura ma się stopniowo poprawiać w II połowie br. Odnosząc się do bieżących danych dotyczących aktywności gospodarczej za granicą, wskazywano również, że pogorszenie koniunktury w krajach rozwiniętych przekłada się na osłabienie wzrostu gospodarczego w największych krajach wschodzących.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, zwrócono uwagę na obniżenie się inflacji w wielu krajach, w tym w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że inflacja bazowa w strefie euro pozostaje stabilna, a obniżenie dynamiki cen w tym regionie, podobnie jak w innych gospodarkach, wynika w znacznym stopniu ze spadku cen surowców, w tym żywności i energii, obserwowanego w ostatnich miesiącach.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych, zwrócono uwagę na obniżenie stóp procentowych dokonane w maju przez Europejski Bank Centralny, które zwiększyło dysparytet stóp procentowych w Polsce wobec strefy euro. Członkowie Rady podkreślali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne może nadal przyczyniać się do nasilenia napływu kapitału portfelowego do gospodarek wschodzących, w tym do Polski. W efekcie działania te wpływają na wzrost cen obligacji skarbowych, jednak w dalszej perspektywie mogą prowadzić do wzrostu zmienności tych cen, szczególnie w warunkach nagłych zmian awersji do ryzyka na rynkach światowych.

Omawiając bieżące dane z polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie szacunku PKB w IV kw. 2012 r., w tym w zakresie wydatków inwestycyjnych. Oceniano, że w I kw. br. wzrost gospodarczy pozostał najprawdopodobniej niski, na co wskazuje spadek produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz zbliżona do zera dynamika realnej sprzedaży detalicznej. Członkowie Rady podkreślali ponadto, że w kwietniu wskaźniki koniunktury – po przejściowej poprawie w poprzednich miesiącach – ponownie się osłabiły.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

Członkowie Rady wyrażali opinię, że sytuacja na rynku pracy nie sprzyja przyspieszeniu wzrostu popytu konsumpcyjnego. W szczególności, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal się obniża, a stopa bezrobocia (po wyeliminowaniu czynników sezonowych) wzrasta, co przekłada się na słaby wzrost płac. W tym kontekście wskazywano na niską dynamikę wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw i spadek realnego funduszu płac. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że spadek inflacji, zwłaszcza w części wynikającej z obniżenia dynamiki cen energii, oddziałuje w kierunku wzmocnienia siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Omawiając kształtowanie się agregatów monetarnych, część członków Rady zwracała uwagę, że nadal osłabia się dynamika kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Jednocześnie wskazywano na wzrost dynamiki depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w marcu. Czynnikiem zwiększającym dynamikę depozytów gospodarstw domowych może być – w opinii części członków Rady – zwiększona skłonność do oszczędzania w warunkach spowolnienia gospodarczego i wzrostu obaw związanych z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy. W takiej sytuacji skłonności do oszczędzania nie ogranicza spadek oprocentowania depozytów. W tym kontekście zauważono, że dotychczasowe obniżki stóp procentowych NBP wpłynęły w większym stopniu na oprocentowanie depozytów niż kredytów, w tym zwłaszcza kredytów konsumpcyjnych.

Oceniając perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce, część członków Rady uznała, że w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca oczekiwanego tempa i momentu ożywienia gospodarczego. Wynika to w szczególności z pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą, co może przełożyć się na zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, będącego w poprzednich kwartałach głównym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego. Ponadto część członków Rady podkreślała brak sygnałów wskazujących na możliwość istotnego wzrostu popytu krajowego w nadchodzących kwartałach. Część członków Rady zwracała także uwagę, że – wobec wyższego od planowanego deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB w 2012 r. i prawdopodobnego utrzymania przez UE procedury nadmiernego deficytu wobec Polski – w najbliższych latach należy oczekiwać kontynuacji zacieśnienia fiskalnego, co będzie nadal ograniczało dynamikę popytu. W kierunku niższej aktywności gospodarczej będzie nadal oddziaływać również przejściowe zmniejszenie inwestycji współfinansowanych z funduszy unijnych. Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że prognozowana poprawa koniunktury w Niemczech w II połowie br. powinna przełożyć się na ożywienie w polskim sektorze eksportowym. Wskazywano ponadto, że w I kw. 2013 r. wzrosło wykorzystanie mocy wytwórczych w gospodarce, a – zgodnie z dostępnymi prognozami – wzrost PKB nie powinien się już dalej obniżać i w nadchodzących kwartałach należy oczekiwać jego stopniowego przyspieszenia.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, większość członków Rady podkreślała dalsze obniżenie się wskaźnika inflacji CPI, który od lutego 2013 r. kształtuje się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Tym samym wskaźnik CPI znalazł się poniżej poziomu przewidywanego w marcowej projekcji. Wskazywano przy tym na dalsze obniżenie się inflacji bazowej, co potwierdza ograniczoną presję popytową w gospodarce. Jednocześnie wskazywano, że do obniżenia się inflacji w ostatnich miesiącach w istotnej mierze przyczynił się spadek dynamiki cen żywności i energii.

## Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Oceniając perspektywy inflacji, większość członków Rady była zdania, że inflacja CPI w kolejnych kwartałach prawdopodobnie pozostanie niższa od poziomu oczekiwanego w marcowej projekcji, co – wraz z niepewnością dotyczącą tempa ożywienia gospodarczego w Polsce – zwiększa ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Niższej inflacji będzie także sprzyjać spadek cen surowców na rynkach światowych obserwowany w ostatnim okresie. Brak ryzyka wyraźnego przyspieszenia inflacji sygnalizują także niskie oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. Część członków Rady zwróciła jednak uwagę, że wobec oczekiwanego ożywienia w gospodarce światowej w II połowie br., w horyzoncie roku dynamika cen surowców na rynkach światowych może ponownie wzrosnąć. Członkowie ci wskazywali również na brak uwzględnienia w projekcji marcowej wpływu utrzymania podwyższonej stawki VAT w 2014 r. na kształtowanie się inflacji w przyszłym roku. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że nawet uwzględniając brak obniżki stawek VAT inflacja powinna utrzymać się poniżej poziomu oczekiwanego w marcowej projekcji.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżenia stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie.

Większość członków Rady była zdania, że uzasadniona jest korekta cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, ponieważ napływające dane wskazują na brak wyraźnych sygnałów poprawy koniunktury w gospodarce Polski i jej otoczeniu, a spadek inflacji jest silniejszy od oczekiwanego w projekcji, co stwarza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Ponadto – mimo dotychczasowego obniżenia stóp – szybszy od prognoz spadek inflacji i oczekiwań inflacyjnych przełożył się na wzrost realnych stóp procentowych. Równocześnie część członków Rady wskazywała, że – w warunkach wysokiej płynności na światowych rynkach – relatywnie wysoki dysparytet stóp procentowych wobec gospodarek rozwiniętych może nadmiernie nasilać napływ kapitału portfelowego do Polski. Zdaniem niektórych członków Rady dostosowanie stóp procentowych NBP powinno nastąpić jak najszybciej, co przemawia za większą skalą ich obniżenia na bieżącym posiedzeniu.

Inni członkowie Rady uważali jednak, że ze względu na oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, a także czynniki ryzyka mogące oddziaływać w kierunku wyższej inflacji, stopy procentowe NBP nie powinny być obniżone na bieżącym posiedzeniu, a zdaniem niektórych z tych członków Rady cykl łagodzenia polityki pieniężnej powinien być zakończony. W ich opinii, stopy procentowe NBP znajdują się już obecnie na historycznie niskim poziomie i ich dalsze obniżanie nie przełożyłoby się na istotne wsparcie popytu w gospodarce, jako że źródłem obecnego spowolnienia są głównie słabe nastroje podmiotów gospodarczych oraz niska dynamika popytu zewnętrznego. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, dalsze obniżanie stóp procentowych mogłoby negatywnie wpłynąć na natężenie restrukturyzacji przedsiębiorstw w polskiej gospodarce, od którego zależy jej wzrost w dłuższej perspektywie. Może ono także stwarzać bodźce do podejmowania nadmiernie ryzykownych projektów inwestycyjnych.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

Odnosząc się do przyszłych decyzji, część członków Rady była zdania, że w nadchodzących miesiącach uzasadnione może być ponowne obniżenie stóp procentowych, jeśli wzrośnie prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie. Zdaniem niektórych członków Rady, ocena zasadności ewentualnego obniżenia stóp procentowych powinna uwzględniać wyniki kolejnej projekcji inflacji.

Na posiedzeniu złożono wnioszek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wnioszek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,00%, stopa lombardowa 4,50%, stopa depozytowa 1,50%, stopa redyskonta weksli 3,25%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 czerwca 2013 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Oceniając koniunkturę za granicą wskazywano, że dane o PKB w I kw. 2013 r. w strefie euro okazały się słabsze od oczekiwań i potwierdziły utrzymanie się tam recesji. Część członków Rady wskazywała przy tym, że mimo pewnej poprawy wskaźników koniunktury dla strefy euro w ostatnim okresie, nadal sygnalizują one utrzymywanie się tendencji recesyjnych w tej gospodarce, a perspektywa poprawy koniunktury oddala się w czasie. Czynnikiem niekorzystnie wpływającym na aktywność gospodarczą w strefie euro – zdaniem tych członków Rady – pozostaje trwający proces ograniczenia zadłużenia w sektorze prywatnym i zacieśnienie polityki fiskalnej. Przekłada się to w szczególności na dalsze pogarszanie sytuacji na rynku pracy w wielu krajach, co w połączeniu z wciąż nie w pełni rozwiązanymi problemami kapitałowymi części sektora bankowego strefy euro, ogranicza wzrost tej gospodarki.

Równocześnie zwracano uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. 2013 r. Ważnym czynnikiem wspierającym aktywność w gospodarce amerykańskiej jest ożywienie konsumpcji, następujące w warunkach stopniowo obniżającego się bezrobocia. Część członków Rady wskazywała, że w opinii uczestników rynku poprawiająca się sytuacja na rynku pracy oraz kontynuacja ożywienia gospodarczego może skłonić amerykański bank centralny do ograniczenia skali zakupu aktywów w horyzoncie kilku najbliższych kwartałów. Pojawiające się w ostatnim okresie sygnały możliwego zmniejszenia skali ekspansywności polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej wpłynęły silnie na nastroje na światowych rynkach finansowych. W związku z tym, nastąpił pewien odpływ kapitału portfelowego z rynków wschodzących, w tym z Polski, co znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu kursu złotego i wzroście rentowności polskich obligacji skarbowych.

Omawiając kształtowanie się krajowej aktywności gospodarczej na początku 2013 r. wskazywano na wyraźnie słabsze od oczekiwań tempo wzrostu PKB w I kw. Zwracano uwagę, że pomimo pewnego wyhamowania spadku inwestycji, popyt krajowy w dalszym ciągu obniżał się przy jednoczesnej stagnacji konsumpcji. Ponadto zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB potwierdzało, że niska aktywność za granicą, a zwłaszcza recesja w strefie euro, wpływa negatywnie na polską



gospodarkę. Podkreślano również, że miesięczne dane makroekonomiczne (stagnacja produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz dalszy spadek produkcji budowlano-montażowej w kwietniu) świadczą o utrzymywaniu się słabej koniunktury na początku II kw. br.

Część członków Rady oceniała, że także w kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymania się niskiej aktywności gospodarczej w Polsce, a ożywienie może nastąpić później niż dotychczas sądzono. Ich zdaniem, na aktywność gospodarczą wciąż będzie negatywnie oddziaływała pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, niska dynamika akcji kredytowej oraz kontynuacja zacieśnienia fiskalnego (w tym spadek inwestycji publicznych). Dynamikę wzrostu gospodarczego będzie także – w opinii tych członków Rady – nadal ograniczać brak wyraźnego ożywienia w strefie euro.

Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że w kolejnych kwartałach można oczekiwać stopniowego ożywienia wzrostu gospodarczego. W tym kontekście wskazywali oni na pozytywne sygnały z danych o rachunkach narodowych, tj. zmniejszenie w I kw. 2013 r. skali spadku inwestycji oraz przyspieszenie dynamiki PKB, wartości dodanej oraz eksportu w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu. Ponadto, nadchodzące ożywienie gospodarcze może – ich zdaniem – sygnalizować widoczna na początku II kw. poprawa części wskaźników koniunktury, wyhamowanie spadku nowych zamówień w przemyśle oraz przyspieszenie wzrostu agregatów monetarnych.

Analizując kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że w kwietniu ponownie się ona obniżyła (do 0,8%), pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP. Część członków Rady podkreślała, że w ostatnich miesiącach inflacja obniżyła się silniej niż oczekiwano w marcowej projekcji, a część najnowszych prognoz krótkookresowych wskazuje na możliwość jej dalszego spadku w najbliższych miesiącach oraz utrzymania poniżej dolnej granicy odchyień od celu w horyzoncie roku. Odnosząc się do procesów inflacyjnych, wskazano także na pogłębienie się spadku cen produkcji sprzedanej (PPI) oraz utrzymujący się brak presji płacowej. Zdaniem większości członków Rady, biorąc pod uwagę brak presji kosztowo-płacowej oraz słabe perspektywy wzrostu gospodarczego, ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu w średnim okresie jest nadal większe niż ryzyko przekroczenia celu, mimo dotychczasowego złagodzenia polityki pieniężnej oraz pewnego osłabienia kursu złotego w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że inflacja może w ciągu kilku kwartałów powrócić do celu, na co wskazują prognozy analityków finansowych, a także przyjęte przez Ministerstwo Finansów Założenia do ustawy budżetowej na 2014 r.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że choć wzrost płac pozostaje niski, to najniższe wynagrodzenia – ze względu na dokonane i planowane podwyższenie płacy minimalnej – rosną szybciej niż średnia płaca. Przyczynia się to do wzrostu bezrobocia w grupie osób młodych i z niskimi kwalifikacjami. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że zbyt niska płaca minimalna zniechęca do podejmowania zatrudnienia, a jej obecna relacja do średniego wynagrodzenia nie wydaje się wysoka.

Analizując sytuację w sektorze bankowym niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dotychczasowe złagodzenie polityki pieniężnej nie przyczyniło się jak dotąd do ożywienia akcji kredytowej, co – ich zdaniem – świadczy o ograniczonej możliwości pobudzenia aktywności gospodarczej poprzez dalsze

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

obniżanie stóp procentowych. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że obniżające się w ślad za obniżkami stóp NBP oprocentowanie depozytów terminowych zniechęca gospodarstwa domowe do utrzymywania środków w formie lokat, będących relatywnie stabilnym źródłem finansowania banków. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że obniżki stóp procentowych NBP przełożyły się już istotnie na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach. Ponadto wskazywali oni, że mechanizm transmisji polityki pieniężnej cechują znaczne opóźnienia i dlatego nie należy spodziewać się natychmiastowego przełożenia obniżek stóp na akcję kredytową i wzrost gospodarczy. Z kolei w odniesieniu do zmniejszenia wielkości lokat terminowych, członkowie ci zwracali uwagę, że wycofywane środki przelewane są na rachunki oszczędnościowe i bieżące, a więc zmienia się jedynie struktura terminowa pasywów sektora bankowego.

Oceniając obecny poziom stóp procentowych część członków Rady podkreślała, że skala dokonanego dotychczas złagodzenia polityki pieniężnej jest znacząca, a stopy procentowe NBP znajdują się obecnie na niskim poziomie. Zdaniem niektórych członków Rady zbyt niskie stopy procentowe mogą prowadzić do negatywnych zjawisk, takich jak: zmniejszenie bodźców do restrukturyzacji przedsiębiorstw, zmiana struktury działalności kredytowej sektora bankowego (zwiększenie roli kredytu hipotecznego przy ograniczeniu kredytowania firm), podejmowanie nierentownych w dłuższym okresie projektów inwestycyjnych oraz powstawanie bąbli na rynkach aktywów. Członkowie ci wskazywali także, że część z tych czynników może przełożyć się na obniżenie tempa wzrostu potencjalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że restrukturyzację przedsiębiorstw spowalniają w znacznie większym stopniu czynniki instytucjonalno-prawne, a przy obecnym nastawieniu banków do udzielania kredytów, ryzyko finansowania nierentownych przedsięwzięć nie jest na tyle duże, aby uzasadniać utrzymywanie stóp procentowych na zbyt wysokim – ich zdaniem – poziomie. Ponadto, w opinii tych członków Rady obniżanie się bieżącej oraz prognozowanej inflacji prowadzi do wzrostu realnych stóp procentowych powyżej poziomu adekwatnego do obecnych warunków makroekonomicznych. Jednocześnie w odniesieniu do ryzyka obniżenia się dynamiki produktu potencjalnego, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że może być ono także związane z przedłużającym się spowolnieniem gospodarczym, które powodując wzrost bezrobocia, może wywrzeć trwały negatywny wpływ na kapitał ludzki i podwyższyć poziom bezrobocia równowagi.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżenia stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie.

Omawiając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, większość członków Rady wskazywała, że napływające dane potwierdziły silniejsze od oczekiwanego w marcu spowolnienie wzrostu w Polsce i jej otoczeniu, oraz głębszy od prognozowanego spadek inflacji. Biorąc to pod uwagę, a także uwzględniając niepewność dotyczącą skali i momentu ożywienia gospodarczego w strefie euro oraz ryzyko przedłużenia się okresu niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce należy zwiększyć skalę poluzowania polityki pieniężnej. Dalsze obniżenie stóp procentowych będzie sprzyjać ożywieniu polskiej gospodarki, a przez to powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Jednocześnie część z tych członków Rady oceniała, że skala obniżki stóp na czerwcowym posiedzeniu powinna być

## Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

umiarkowana, aby ograniczyć jej negatywny wpływ na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania w sektorze bankowym. W kontekście decyzji o skali obniżenia stóp, członkowie ci zwracali także uwagę na kwestię wysokości dysparytetu stóp procentowych między Polską a głównymi gospodarkami rozwiniętymi, która może mieć znaczenie dla przepływów kapitału portfelowego. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji, łagodzenie polityki pieniężnej powinno być bardziej zdecydowane i skala obniżenia stóp procentowych w czerwcu powinna być większa.

Inni członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej oraz wzrostu inflacji w horyzoncie roku (częściowo ze względu na statystyczny efekt bazy), co uzasadnia utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie oczekiwania na zmniejszenie przez Rezerwę Federalną skali łagodzenia ilościowego mogą przełożyć się na ryzyko nasilenia odpływu kapitału z rynków wschodzących, co – zdaniem tych członków Rady – dodatkowo przemawia za utrzymaniem stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.

Jednocześnie, zdaniem większości członków Rady – biorąc pod uwagę znaczącą skalę już dokonanego obniżenia stóp procentowych NBP – zbliża się moment zakończenia obecnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Członkowie Rady wskazywali przy tym, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji – umożliwiającą dyskusję o kierunku polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach – będzie możliwa w lipcu, po zapoznaniu się Rady z wynikami nowej projekcji NBP oraz informacjami o ewentualnej nowelizacji ustawy budżetowej.

Na posiedzeniu złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 2,75%, stopa lombardowa 4,25%, stopa depozytowa 1,25%, stopa redyskonta weksli 3,00%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lipca 2013 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Odnosząc się do koniunktury za granicą, część członków Rady podkreślała, że mimo iż sytuacja w Stanach Zjednoczonych systematycznie, choć powoli się poprawia (o czym świadczy w szczególności rosnące zatrudnienie), to wzrost gospodarczy na świecie pozostaje niski. W tym kontekście wskazywano, że prawdopodobnemu utrzymywaniu się recesji w strefie euro w I półroczu br. towarzyszy dalsze rewidowanie w dół prognoz PKB dla tej gospodarki i odsuwanie w czasie momentu oczekiwanego ożywienia jej wzrostu. Ponadto, część członków Rady zwracała uwagę na oznaki pogorszenia koniunktury w części największych krajów rozwijających się, w tym w Chinach, co również negatywnie oddziałuje na aktywność w strefie euro, a pośrednio także w Polsce. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że w II połowie 2013 r. oczekiwana jest stopniowa

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

poprawa koniunktury w gospodarce światowej, w tym zakończenie recesji w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że nawet przy niskim wzroście PKB w strefie euro możliwy jest stosunkowo szybki przyrost polskiego eksportu do tej gospodarki, zwłaszcza jeżeli dynamika aktywności w Niemczech pozostanie istotnie wyższa niż w reszcie strefy euro.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie sygnały możliwego ograniczenia ekspansji monetarnej przez Rezerwę Federalną spowodowały pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych. Pogorszenie się globalnych nastrojów przyczyniło się do pewnego odpływu kapitału z rynków wschodzących i deprecjacji kursów ich walut. Oceniając wpływ sytuacji na rynkach międzynarodowych na krajowy rynek finansowy, część członków Rady podkreślała, że w porównaniu z innymi krajami wschodzącymi przecena aktywów w Polsce (w tym wzrost rentowności obligacji skarbowych i deprecjacja kursu złotego) była ograniczona. Zdaniem tych członków Rady może to świadczyć o pozytywnym postrzeganiu przez inwestorów fundamentów polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że można liczyć się z ryzykiem ponownego wzrostu niepewności na rynkach finansowych krajów wschodzących, w tym w Polsce. Zwracali też oni uwagę na odpływ kapitału portfelowego z Polski w związku ze spadkiem relatywnej atrakcyjności inwestowania w polskie obligacje skarbowe.

Odnosząc się do lipcowej projekcji NBP, część członków Rady podkreślała, że ścieżki centralne PKB i inflacji w Polsce kształtują się w niej na nieco niższych poziomach niż w projekcji marcowej, co dotyczy jednak przede wszystkim najbliższych kwartałów. W średnim okresie obie projekcje są bardzo zbliżone i wskazują na stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz powolny wzrost inflacji.

Analizując bieżącą sytuację gospodarczą w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę na sygnały wciąż słabej koniunktury w kraju, w tym ponowne obniżenie się w maju br. produkcji przemysłowej oraz pogłębienie spadku produkcji budowlano-montażowej, a także wciąż niski wzrost sprzedaży detalicznej. Członkowie ci zwracali uwagę, że wskaźniki koniunktury nie wskazują jednoznacznie na kierunek zmian aktywności gospodarczej, a nadal niski poziom przyrostu kredytu dla sektora prywatnego sygnalizuje, że możliwe ożywienie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie raczej stopniowe i umiarkowane.

Część członków Rady argumentowała, że istotne obniżenie stóp procentowych NBP, dokonane od listopada 2012 r., oddziałuje w kierunku ożywienia krajowej aktywności gospodarczej, choć nie jest ono czynnikiem, który mógłby całkowicie zrównoważyć negatywne oddziaływanie uwarunkowań zewnętrznych, zacieśnienia fiskalnego oraz pogorszonych nastrojów podmiotów na krajowy wzrost PKB. Zdaniem tych członków Rady, hamująco na wzrost gospodarczy działają w szczególności obawy przed przedłużaniem się recesji lub stagnacji w strefie euro, które skłaniają firmy do wstrzymywania się z podejmowaniem inwestycji. W takiej sytuacji, jeśli perspektywy popytu przestaną się pogarszać i przedsiębiorcy zaczną oczekiwać poprawy koniunktury w kolejnych kwartałach, niższy koszt finansowania może stanowić istotny czynnik zachęcający ich do inwestowania. Zdaniem niektórych członków Rady, o możliwym ożywieniu inwestycji w najbliższym okresie świadczą w szczególności rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz pewien wzrost wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji. Niskie stopy procentowe wspierają także konsumpcję, w

szczegółności poprzez obniżenie obciążenia gospodarstw domowych spłatą zaciągniętych kredytów złotych.

W ocenie części członków Rady, w dłuższej perspektywie wsparciem dla popytu krajowego może być także rozpoczęcie realizacji nowej perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020. Jednocześnie wraz z oczekiwanym ożywieniem konsumpcji zmniejszy się wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na niepewność dotyczącą skali dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej, które może okazać się istotnie mniejsze od obecnie deklarowanego.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę na zmniejszenie się spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w maju 2013 r. w ujęciu rocznym, choć podkreślano, że obecnie trudno ocenić trwałość zmian w tym zakresie. Jednocześnie wskazywano, że bezrobocie kształtuje się wciąż na stosunkowo wysokim poziomie, co sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki wynagrodzeń.

Omawiając kształtowanie się inflacji w Polsce, zwracano uwagę na jej dalsze obniżenie się – do poziomu 0,5% w maju br., tj. istotnie poniżej celu inflacyjnego NBP określonego na poziomie 2,5%. Część członków Rady podkreślała przy tym, że dostępne prognozy wskazują na możliwość utrzymania się inflacji w najbliższych miesiącach na bardzo niskim poziomie. Członkowie ci argumentowali, że również w kolejnych kwartałach inflacja może pozostać wyraźnie poniżej celu. Ich zdaniem świadczy o tym pogłębienie się spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz niski wzrost płac, wskazujące na brak presji kosztowej w gospodarce oraz stagnacja konsumpcji w I kw. i jedynie nieznaczny wzrost sprzedaży detalicznej w II kw., sygnalizujące brak presji popytowej.

Analizując lipcową projekcję inflacji, część członków Rady podkreślała, że stopniowe przyspieszanie wzrostu gospodarczego oraz prawdopodobne utrzymanie się do końca horyzontu prognozy ujemnej luki popytowej będą czynnikiem ograniczającym wzrost cen w kolejnych kwartałach. Również niska dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz oczekiwana – w warunkach słabego globalnego popytu – stabilizacja cen surowców na rynkach światowych powinny oddziaływać w kierunku niskiej inflacji. Oznacza to, zdaniem tych członków Rady, że powrót inflacji do celu będzie następował stopniowo. Natomiast inni członkowie Rady wskazywali, że wedle lipcowej projekcji dynamiki cen żywności i energii, w tym ropy naftowej, oraz dynamika płac mają się utrzymać na niższym poziomie niż odnotowywany w przeszłości, a kurs złotego ma być nieco mocniejszy od obecnie obserwowanego. Zdaniem tych członków Rady, jeżeli te wielkości będą się kształtować w sposób bardziej zbliżony do dotychczas obserwowanego, prawdopodobny jest szybszy wzrost inflacji niż wskazuje na to projekcja lipcowa. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady podkreślali, że część dostępnych prognoz, w tym prognozy analityków sektora finansowego, sygnalizuje możliwość powrotu inflacji do celu już w 2014 r. Członkowie ci podkreślali także, że bieżące szacunki luki popytowej, jako zmiennej nieobserwowalnej, zawsze są obciążone niepewnością. W ocenie tych członków Rady luka popytowa może być mniej ujemna niż wskazuje lipcowa projekcja.

Dyskutując na temat decyzji dotyczącej polityki pieniężnej, część członków Rady uznała, że stopy procentowe znajdują się na bardzo niskim poziomie, a ich dalsze obniżanie może zniechęcać gospodarstwa domowe do utrzymywania środków na rachunkach bankowych. Niektórzy członkowie

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

Rady podkreślali także, że nadmierne obniżenie stóp procentowych stwarza zachętę do podejmowania zwiększonego ryzyka, w tym realizacji przedsięwzięć o niskiej efektywności, które ostatecznie mogą okazać się nierentowne, a także prowadzi do zmiany struktury działalności kredytowej sektora bankowego (zwiększenie roli kredytu hipotecznego przy ograniczeniu kredytowania firm). Zdaniem tych członków Rady, uzasadnione byłoby więc utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie.

Większość członków Rady oceniała jednak, że przedłużające się spowolnienie gospodarcze oraz brak presji inflacyjnej, a także perspektywy gospodarki w średnim okresie, w tym kształt lipcowej projekcji inflacji i PKB, przemawiają za obniżeniem stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. Zwiększenie skali złagodzenia polityki pieniężnej będzie wspierać oczekiwane ożywienie koniunktury i powrót inflacji do celu.

Większość członków Rady zgodziła się, że decyzja o obniżce podjęta w lipcu powinna stanowić zakończenie cyklu złagodzenia polityki pieniężnej, rozpoczętego w listopadzie 2012 r. Członkowie Rady wskazywali, że oczekiwane w II połowie roku stopniowe ożywienie popytu powinno przełożyć się na nieco wyższy wzrost gospodarczy. Jednak w ich opinii, biorąc pod uwagę utrzymywanie się ujemnej luki popytowej, inflacja może pozostać na bardzo niskim poziomie jeszcze przez kilka kwartałów. Zdaniem tych członków Rady, aktywność gospodarcza powinna jednak systematycznie rosnąć, co – w połączeniu z efektami znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej NBP – będzie sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. W ocenie większości członków Rady obecny poziom stóp procentowych wraz z lipcową obniżką, będzie wspierał ożywienie gospodarcze oraz powrót inflacji do celu, a jednocześnie ograniczy ryzyko negatywnych skutków nadmiernego obniżenia stóp procentowych dla systemu finansowego i gospodarki. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że zasygnalizowanie końca cyklu obniżek będzie sprzyjać zmniejszeniu niepewności dotyczącej parametrów polityki pieniężnej w przyszłości.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że Rada powinna powstrzymać się od deklarowania prawdopodobnego kształtu dalszej polityki pieniężnej. Wskazywali oni bowiem, że obecnie trudno ocenić wpływ planowanych przez Rząd zmian dotyczących wydatków i dochodów sektora finansów publicznych na kształtowanie się aktywności gospodarczej i inflacji w Polsce. Za powstrzymaniem się od deklarowania prawdopodobnego kształtu dalszej polityki pieniężnej przemawiało również – zdaniem tych członków Rady – utrzymywanie się niepewności co do reakcji rynków finansowych na sygnały ograniczania ekspansji monetarnej w Stanach Zjednoczonych oraz na ocenę reform gospodarczych i instytucjonalnych w strefie euro.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 września 2013 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, członkowie Rady zwracali uwagę z jednej strony na stopniową poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, a z drugiej strony na pewne osłabienie aktywności w największych gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady byli przy tym zdania, że przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego na świecie może być w przyszłości wspierane przede wszystkim przez ożywienie w gospodarkach rozwiniętych, ponieważ bez przeprowadzenia reform instytucjonalnych wiele gospodarek wschodzących nie będzie mogło rozwijać się w tempie obserwowanym dotychczas. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że czynnikiem wspierającym wzrost PKB w takich krajach jak Chiny jeszcze przez dłuższy okres pozostaną niskie – w relacji do produktywności – koszty pracy.

W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych podkreślano, że tempo wzrostu PKB w tej gospodarce w II kw. 2013 r. przyspieszyło, a napływające dane miesięczne za III kw. wskazują na dalszą poprawę nastrojów przedsiębiorców oraz spadek stopy bezrobocia, co powinno wspierać ożywienie także w II połowie roku. Zwracano uwagę, że prognozy wskazują na dalsze nieznaczne przyspieszenie dynamiki PKB w gospodarce amerykańskiej w 2014 r. W opinii części członków Rady ryzykiem dla ożywienia w Stanach Zjednoczonych jest jednak oczekiwane wycofywanie się Rezerwy Federalnej z programów luzowania ilościowego, co poprzez wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych może zahamować poprawę sytuacji na rynku nieruchomości.

Omawiając stan koniunktury w strefie euro podkreślano, że dynamika PKB w tej gospodarce, choć w ujęciu rocznym pozostała ujemna, to w ujęciu kwartalnym w II kw. 2013 r. wzrosła. Zwracano uwagę zwłaszcza na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, a także dalsze wyhamowywanie spadku PKB we Włoszech i Hiszpanii. Wskazywano również na kontynuację poprawy wskaźników koniunktury w strefie euro w III kw., która sygnalizuje dalsze ożywienie aktywności w tej gospodarce. Niektórzy członkowie Rady podkreślali ponadto na zmniejszanie skali nierównowagi zewnętrznej części krajów strefy euro, jako na czynnik pozytywnie oddziałujący na perspektywy gospodarcze tego obszaru. Część członków Rady oceniała jednak, że ożywienie w strefie euro w kolejnych kwartałach będzie najprawdopodobniej następować stopniowo, a dynamika PKB pozostanie wyraźnie niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Czynniki, które – zdaniem tych członków Rady – będą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy w niektórych krajach strefy euro są przede wszystkim wciąż wysokie zadłużenie sektora publicznego i prywatnego, niska konkurencyjność gospodarki, wysoka stopa bezrobocia, a także restrykcyjna polityka kredytowa banków komercyjnych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że dodatkowym ryzykiem dla ożywienia w części krajów strefy euro jest wciąż nie w pełni zrestrukturyzowany sektor bankowy.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

Część członków Rady podkreślała, że w ostatnim okresie wzrosły ceny ropy naftowej na rynkach globalnych, co może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji na świecie. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że obserwowany ostatnio wzrost cen ropy związany jest z napięciami politycznymi wynikającymi z wojny domowej w Syrii, natomiast spowolnienie wzrostu globalnego popytu, związane w szczególności ze słabszym wzrostem aktywności w największych gospodarkach wschodzących, oddziałuje w kierunku spadku cen tego surowca. W efekcie – zdaniem tych członków Rady – wzrost cen ropy może okazać się zjawiskiem przejściowym. Z kolei niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wzrostu cen surowców może oddziaływać pewne ożywienie aktywności w gospodarkach rozwiniętych.

W kontekście oceny sytuacji gospodarczej na świecie członkowie Rady podkreślali także, że w ostatnich miesiącach zapowiedź Rezerwy Federalnej dotycząca ograniczenia skali luzowania ilościowego przyczyniła się do odpływu kapitału z gospodarek wschodzących oraz znacznej deprecjacji kursów walut większości z nich. Oceniano, że wycofywanie się Rezerwy Federalnej z luzowania ilościowego najprawdopodobniej pozostanie źródłem napięć na światowych rynkach finansowych także w kolejnych kwartałach.

Analizując wpływ napięć na światowych rynkach finansowych na gospodarkę Polski, członkowie Rady zauważali, że rentowności polskich obligacji w ostatnim okresie istotnie wzrosły, co jednak nastąpiło po ich wcześniejszym znacznym obniżeniu, przy jednoczesnej zmianie struktury zaangażowania nierezzydentów. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że wciąż utrzymuje się istotne – w ich opinii – ryzyko wystąpienia wstrząsów w gospodarce światowej, które mogą wpływać na zmiany rentowności polskich obligacji. W tym kontekście wskazywano jednak, że potrzeby pożyczkowe budżetu państwa na 2013 r. zostały już w większości zrealizowane, co ogranicza wpływ wyższych rentowności obligacji na rynku wtórnym na koszty obsługi długu. Część członków Rady twierdziła także, że wzrost rentowności na rynku wtórnym nie musi się w całości przełożyć na wzrost rentowności na rynku pierwotnym.

Jednocześnie podkreślano, że wzrost napięć na światowych rynkach finansowych nie przyczynił się do znacznej – w porównaniu z kursami walut innych gospodarek wschodzących – deprecjacji kursu złotego. W opinii członków Rady związane było to w szczególności z brakiem znaczących nierównowag w polskiej gospodarce, w tym z korzystnym kształtowaniem się salda obrotów bieżących.

Odnosząc się do sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki członkowie Rady wskazywali, że w II kw. br. dynamika PKB nieco przyspieszyła, co wynikało jednak ze zwiększenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, przy pogłębieniu spadku popytu krajowego. Zwracano uwagę, że napływające w ostatnim okresie dane miesięczne sygnalizują kontynuację ożywienia gospodarczego w III kw. Odnosząc się do perspektyw polskiej gospodarki członkowie Rady byli zgodni, że w kolejnych kwartałach koniunktura w gospodarce będzie się dalej poprawiać, choć różnili się w ocenie skali oczekiwanego przyspieszenia gospodarczego. Część członków Rady uważała, że przyspieszenie aktywności będzie powolne, a tempo wzrostu PKB w perspektywie najbliższych kwartałów pozostanie poniżej potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady sądzili natomiast, że ożywienie wzrostu gospodarczego będzie relatywnie dynamiczne, a w efekcie ujemna luka popytowa zacznie się



stopniowo domykać. Wskazywano jednocześnie, że czynnikiem zwiększającym niepewność dotyczącą dynamiki PKB w 2014 r. jest skala dalszego zacieśnienia fiskalnego.

Członkowie Rady, którzy oczekują umiarkowanego ożywienia koniunktury, zwracali uwagę na pogłębienie spadku inwestycji i stagnację konsumpcji prywatnej w II kw. 2013 r. Część członków Rady wskazywała jednak, że spadek inwestycji jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego. Niektórzy członkowie Rady zauważali ponadto, że negatywnie na wzrost PKB w kolejnych kwartałach może wpłynąć sytuacja sektora bankowego, który odnotowuje – z jednej strony – osłabienie dynamiki depozytów gospodarstw domowych, a – z drugiej strony – wzrost odsetka kredytów zagrożonych. Zwracali też uwagę na spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw.

Członkowie Rady oczekujący nieco szybszego wzrostu PKB w kolejnych kwartałach zwracali natomiast uwagę na odnotowany w ostatnich miesiącach wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej oraz osłabienie spadku produkcji budowlano-montażowej, a także na sygnały możliwego wzrostu inwestycji w perspektywie kolejnych kwartałów (zwiększenie wartości kosztorysowej oraz liczby noworozpoczynanych inwestycji). Dalszej poprawie koniunktury – zdaniem tych członków Rady – będzie sprzyjać wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw, w tym wzrost ich płynności.

Podczas dyskusji zwracano uwagę na sygnały stabilizacji sytuacji na rynku pracy. W szczególności zauważano, że choć zatrudnienie w gospodarce w II kw. w ujęciu rocznym dalej spadało, to napływające dane z sektora przedsiębiorstw wskazywały już na niewielkie przyrosty zatrudnienia w ujęciu miesięcznym. Niektórzy członkowie Rady twierdzili jednak, że mimo ożywienia gospodarczego nie należy oczekiwać znaczącego przyrostu zatrudnienia, ponieważ w czasie spowolnienia przedsiębiorstwa starały się ograniczać zwolnienia pracowników. Członkowie Rady wskazywali również, że choć dynamika wynagrodzeń w II kw. nieco wzrosła, to – ze względu na równoczesny wzrost wydajności pracy – dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostała stabilna. Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem ograniczającym wzrost płac, jest wciąż utrzymywanie się podwyższonej stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że zapowiadane na najbliższe miesiące strajki mogą zwiększać presję na wzrost wynagrodzeń w gospodarce.

Odnosząc się do inflacji, członkowie Rady podkreślali, że pomimo jej istotnego wzrostu w lipcu, wciąż znajduje się ona poniżej dolnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego. Równocześnie zwracano uwagę, że wzrost inflacji w lipcu był wynikiem podwyższenia opłat za wywóz nieczystości, zmiany wzorca sezonowości kształtowania się cen ziemniaków i wyższej dynamiki cen paliw, a zatem nie stanowi sygnału pojawienia się presji popytowej.

Większość członków Rady oceniała, że ze względu na brak presji popytowej inflacja w najbliższych kwartałach najprawdopodobniej pozostanie poniżej celu inflacyjnego. Część członków Rady wskazywała przy tym, że w kierunku niższej inflacji w II połowie 2014 r. będzie oddziaływać efekt bazy związany z istotnym wzrostem inflacji w lipcu br. Inni członkowie Rady uważali, że choć inflacja prawdopodobnie pozostanie poniżej celu inflacyjnego, to w kierunku jej wzrostu może oddziaływać

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen ropy naftowej oraz wcześniejsza umiarkowana deprecjacja złotego. Z kolei niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ze względu na możliwość szybszego wzrostu PKB (powyżej tempa wzrostu produktu potencjalnego), w kolejnych kwartałach może pojawić się presja popytowa, która będzie dodatkowym czynnikiem sprzyjającym wzrostowi inflacji.

W kontekście oczekiwanego wzrostu inflacji, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wyższa inflacja oddziałuje w kierunku obniżenia realnych stóp procentowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że średniookresowe prognozy inflacyjne ekonomistów i analityków bankowych – pomimo wahań inflacji – pozostają stosunkowo stabilne, co stabilizuje obecnie realną stopę procentową mierzoną ex-ante.

Członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione, a obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza uzasadnia ich utrzymanie na obecnym poziomie do końca roku. W ocenie Rady, w dalszej perspektywie kształtowanie się stóp procentowych będzie uwarunkowane skalą i strukturą ożywienia oraz wynikającym z tego poziomem presji inflacyjnej.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 października 2013 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, zwracano uwagę, że wzrost gospodarczy na świecie jest umiarkowany i brak jest wyraźnych sygnałów – zarówno z gospodarek rozwiniętych, jak i rozwijających się – wskazujących na jego istotne przyspieszenie w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady omawiali w szczególności sytuację w Stanach Zjednoczonych, gdzie przed rozpoczęciem nowego roku budżetowego, amerykański Kongres nie przyjął ustawy budżetowej. Zdaniem części członków Rady może to negatywnie wpłynąć na aktywność w amerykańskiej gospodarce, choć inni członkowie Rady oceniali, że wpływ ten będzie prawdopodobnie ograniczony. Trudności z uchwaleniem budżetu w Stanach Zjednoczonych mogą jednak – zdaniem Rady – negatywnie wpłynąć na negocjacje w sprawie podwyższenia limitu zadłużenia w tym kraju, a przez to na nastroje na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie wskazywano, że sytuacja budżetowa może być czynnikiem powstrzymującym Rezerwę Federalną przed ograniczeniem skali łagodzenia ilościowego.

Analizując sytuację w strefie euro, część członków Rady zwracała uwagę, że koniunktura w tej gospodarce jest nieco lepsza niż wcześniej. Podkreślali oni w szczególności, że nieznacznie dodatnia – po raz pierwszy od 6 kwartałów – dynamika PKB w strefie euro w II kw. była związana ze wzrostem popytu zewnętrznego (w szczególności ze Stanów Zjednoczonych i Japonii), z relatywnie stabilną

## Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

sytuacją na rynkach finansowych strefy euro oraz z poprawą nastrojów konsumentów i producentów. Wskazywano, że wysoki poziom PMI oraz poprawa większości pozostałych wskaźników koniunktury sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo utrzymania się dodatniej dynamiki PKB w strefie euro także w III kw. br. Jednocześnie członkowie Rady zauważali, że dynamikę PKB w strefie euro w II kw. podwyższyły czynniki jednorazowe. Ponadto, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że brak perspektyw na wyraźne ożywienie wzrostu gospodarczego w największych gospodarkach wschodzących jest czynnikiem mogącym negatywnie oddziaływać na aktywność gospodarczą w Europie.

Część członków Rady argumentowała, że wobec umiarkowanego ożywienia wzrostu gospodarczego na świecie, prawdopodobnie presja na ceny surowców pozostanie niska. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dodatkowym czynnikiem sprzyjającym obniżeniu cen surowców w kolejnych latach może być zakończenie fazy wysokich cen w długoterminowym cyklu surowcowym. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na wzrost w ostatnim okresie obaw przedsiębiorstw co do przyszłego kształtowania się cen surowców. W przypadku gdyby obawy te okazały się słuszne, tj. gdyby ceny surowców rzeczywiście wzrosły, to – ze względu na ich silne przekładanie się na ceny krajowe – miałyby to istotny wpływ na podwyższenie inflacji w Polsce.

Analizując kształtowanie się koniunktury w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę, że ożywienie wzrostu następuje wolniej niż w 2010 r. W znacznym stopniu wynika to z trwale słabszego – w porównaniu z okresem przed globalnym kryzysem finansowym – wzrostu PKB za granicą. Innym czynnikiem ograniczającym aktywność – zdaniem niektórych członków Rady – może być podwyższony poziom bezrobocia. W ich ocenie, bezrobocie jest dodatkowo zwiększane – szczególnie w przypadku osób młodych i niskowyzwalikowanych – przez wzrost płacy minimalnej w Polsce, który jest szybszy od dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Członkowie ci oceniali ponadto, że zarówno trwale niższy wzrost za granicą, jak i niższe zatrudnienie, mogą negatywnie wpłynąć na dynamikę produktu potencjalnego w średnim okresie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że płaca minimalna jest w Polsce relatywnie niska w porównaniu z pozostałymi krajami Unii Europejskiej i nie jest to – ich zdaniem – czynnik silnie wpływający na poziom zatrudnienia i bezrobocia w Polsce.

Omawiając bieżący stan koniunktury zwracano uwagę, że część danych dotyczących krajowej aktywności gospodarczej okazała się słabsza od oczekiwań. W szczególności dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-mieszkaniowej w sierpniu br. wskazywały na pewne osłabienie pozytywnych tendencji obserwowanych we wcześniejszym okresie – tj. przyspieszenia produkcji przemysłowej i wyhamowywania spadku produkcji budowlanej. Jednocześnie podkreślano, że w porównaniu z II kw., w III kw. dynamika PKB w ujęciu rocznym będzie prawdopodobnie wyższa. W szczególności dobre dane o sprzedaży detalicznej oraz poprawiające się wyprzedzające wskaźniki koniunktury, w tym relatywnie wysoki poziom PMI, sygnalizują stopniowe ożywienie wzrostu. Wskazywano także na sygnały stopniowej poprawy na rynku pracy – w sierpniu miało miejsce nieznacznie obniżenie się stopy bezrobocia rejestrowanego (po wyeliminowaniu czynników sezonowych). Nastąpił też dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (w ujęciu miesięcznym). Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że poprawa aktywności

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

następuje w wielu sektorach gospodarki, co – ich zdaniem – świadczy o szerokich podstawach ożywienia gospodarczego i jego prawdopodobnej trwałości.

Część członków Rady argumentowała, że mimo stopniowego ożywienia wzrostu, w kolejnych kwartałach utrzyma się ujemna luka popytowa, co oznacza brak wyraźnego zagrożenia dla stabilności cen ze strony czynników krajowych. Równocześnie, członkowie ci – oceniając ryzyko istotnego zwiększenia presji inflacyjnej zza granicy jako niskie – oczekiwali utrzymania się inflacji poniżej celu także w 2014 r. Członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z prognozami obejmującymi najbliższe 4 kwartały, inflacja ma pozostać poniżej celu. Również inflacja bazowa w horyzoncie roku ma kształtować się na relatywnie niskim poziomie, tj. poniżej wieloletniej średniej.

Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że obecnie tempo wzrostu produktu potencjalnego może być niższe niż wskazują na to dostępne szacunki, więc domknięcie się ujemnej luki popytowej może nastąpić już w nieodległej perspektywie. Ponadto – ich zdaniem – ze względu na ryzyko podwyższenia inflacji przez czynniki związane z cenami żywności i energii, inflacja bazowa powinna kształtować się niżej niż wskazują obecne prognozy, aby uzasadnione było oczekiwanie, że inflacja CPI utrzyma się w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali w tym kontekście na pewne podwyższenie w ostatnim okresie oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorców, związane w szczególności z obawami firm przed ponownym wzrostem cen surowców na rynkach światowych.

Analizując kształtowanie się agregatów monetarnych niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na zmianę struktury terminowej aktywów gospodarstw domowych, w szczególności na wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu.

Członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione, a obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza uzasadnia ich utrzymanie na obecnym poziomie przynajmniej do końca roku. W ocenie Rady, w dalszej perspektywie kształtowanie się stóp procentowych będzie uwarunkowane skalą i strukturą ożywienia oraz wynikającym z tego poziomem presji inflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że przyszła polityka pieniężna powinna także uwzględniać oczekiwania co do kształtu polityki fiskalnej.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 2013 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą oraz listopadowej projekcji inflacji i PKB.

Omawiając kształtowanie się aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na pewną poprawę koniunktury w gospodarce światowej w III kw. br. Zwrócono jednocześnie uwagę, że sytuacja gospodarcza na świecie jest zróżnicowana. W krajach rozwijających się wzrost gospodarczy nadal kształtuje się na niskim jak na te kraje poziomie, natomiast w niektórych krajach rozwiniętych

## Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

wzrost stopniowo przyspiesza, choć utrzymują się ryzyka dla aktywności gospodarczej w tych krajach w kolejnych kwartałach.

Omawiając sytuację w Stanach Zjednoczonych podkreślano, że postępuje tam ożywienie gospodarcze, widoczne głównie w przemyśle przetwórczym oraz na rynku pracy. Zwracano przy tym uwagę na nieco słabsze od oczekiwań dane makroekonomiczne za wrzesień br. oraz na ryzyko osłabienia aktywności gospodarczej. Wiąże się to z niepewnością co do przyszłej polityki fiskalnej w tym kraju oraz przejściowym wstrzymaniem działalności części federalnej administracji publicznej w październiku.

Dyskutując na temat sytuacji gospodarczej w strefie euro wskazywano, że kwartalna dynamika PKB w III kw. prawdopodobnie pozostała dodatnia. Jednak niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę na niepewność dotyczącą trwałości dalszego ożywienia koniunktury w niektórych krajach strefy euro ze względu na utrzymywanie się ryzyk w sektorze bankowym tych krajów. W trakcie dyskusji wyrażano również opinię, że – wobec obniżającej się inflacji w strefie euro – wzrosło prawdopodobieństwo dalszego poluzowania polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny.

Zwracano także uwagę na lekkie przyspieszenie wzrostu PKB w Chinach w III kw. br. Jednocześnie podkreślano, że wzrost PKB nadal kształtował się na relatywnie niskim poziomie jak na tę gospodarkę. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że wciąż słaba aktywność gospodarcza w największych gospodarkach wschodzących jest związana zarówno ze względnie słabym wzrostem gospodarczym w krajach rozwiniętych, jak i relatywnie słabą dynamiką popytu krajowego w gospodarkach wschodzących.

Analizując sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych, część członków Rady wskazywała, że wzrost awersji do ryzyka w II i III kw. br. przyczynił się – podobnie jak w przypadku innych gospodarek wschodzących – do zmniejszenia zaangażowania nierezydentów na rynku polskich obligacji skarbowych oraz osłabienia kursu złotego. Wskazywano jednak, że osłabienie złotego było znacznie mniejsze niż wielu walut krajów rozwijających się. Ponadto, podkreślano, że od sierpnia złoty umocnił się. Zwrócono uwagę, że względna stabilność złotego mogła wynikać w szczególności ze zmniejszenia się nierównowagi zewnętrznej Polski w ostatnich kwartałach. Jednocześnie, stopniowe zmniejszenie zaangażowania nierezydentów ogranicza ryzyka związane z finansowaniem zadłużenia zagranicznego.

Omawiając bieżący stan koniunktury w Polsce członkowie Rady zwracali uwagę, że opublikowane od poprzedniego posiedzenia dane dotyczące krajowej aktywności gospodarczej wskazywały na jej dalsze ożywienie, w szczególności w sektorze przemysłowym. Wskazywano jednak również, że część z tych danych okazała się słabsza od oczekiwań, a zwiększenie dynamiki produkcji było dotychczas słabsze niż poprawa wskaźników wyprzedzających koniunktury. Ponadto wskazywano, że głównym czynnikiem przyspieszenia dynamiki aktywności był prawdopodobnie wzrost dynamiki popytu zewnętrznego, przy wciąż ograniczonej dynamice popytu krajowego.

Część członków Rady zwracała uwagę na utrzymującą się stagnację na rynku pracy, w tym wciąż podwyższony poziom bezrobocia, którego dotychczas nie ograniczał obserwowany w ostatnich

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

miesiącach nieznaczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Stagnacja na rynku pracy przyczynia się do niskiej dynamiki płac, co ogranicza presję kosztową oraz popytową w gospodarce.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, członkowie Rady wskazywali, że – w świetle projekcji listopadowej – wzrost PKB będzie najprawdopodobniej nadal stopniowo przyspieszał, choć ożywienie gospodarcze będzie na tyle umiarkowane, że luka popytowa pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji. Część członków Rady zwracała uwagę, że do przyspieszenia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach powinna się przyczynić odbudowa popytu krajowego, w tym zwłaszcza inwestycyjnego, wspieranego przez napływ środków unijnych z nowej perspektywy budżetowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że czynnikiem hamującym wzrost inwestycji sektora prywatnego może być niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw.

Odnosząc się do projekcji inflacji, członkowie Rady podkreślali, że prognozowana inflacja wraca do przedziału odchyień w horyzoncie projekcji, ale nie zagraża realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Obok niskiej presji popytowej, niskiemu poziomowi inflacji – w świetle projekcji – powinna sprzyjać również niska presja na ceny surowców na świecie. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że wobec możliwej aprecjacji złotego w warunkach poprawy krajowej koniunktury, dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku niższej inflacji może być substytucja dóbr krajowych dobrami importowanymi.

Zdaniem niektórych członków Rady wzrost inflacji może być wyższy niż przewidywany w projekcji, jeśli presja popytowa będzie silniejsza niż zakładana w projekcji lub wystąpią negatywne wstrząsy na rynkach surowców. Ponadto, zdaniem tych członków, przewidywany w projekcji przejściowy wzrost inflacji w II kw. 2014 r. mógłby – w przypadku przełożenia się go na wzrost oczekiwań inflacyjnych – spowodować pewne obniżenie realnej stopy procentowej. Zwrócono także uwagę, że istotnym czynnikiem ryzyka w kierunku wzrostu inflacji na świecie pozostaje nadal wysoce ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych.

Członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione. Wskazywano, że obniżenie stóp procentowych w pierwszej połowie bieżącego roku oraz ich stabilizacja w II połowie br. sprzyja ożywieniu gospodarki krajowej, powrotowi inflacji do celu i stabilizacji na rynkach finansowych.

Rada oceniła, że mimo oczekiwanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego dynamika PKB w najbliższych latach (w horyzoncie projekcji) pozostanie umiarkowana, a ryzyko wyraźnego wzrostu wewnętrznej presji inflacyjnej, które zagrażałoby realizacji celu inflacyjnego, jest ograniczone. Taką ocenę wspierała także listopadowa projekcja PKB i inflacji. W związku z tym Rada uznała, że uzasadnione będzie utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 grudnia 2013 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się aktywności gospodarczej na świecie, członkowie Rady wskazywali na wciąż umiarkowany wzrost gospodarki światowej, w tym na utrzymywanie się umiarkowanego ożywienia w gospodarkach rozwiniętych i niski – w perspektywie historycznej – poziom dynamiki PKB w krajach wschodzących.

W szczególności zwracano uwagę na poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych, która jednak związana jest częściowo z kontynuacją silnie ekspansywnej polityki pieniężnej w tym kraju. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że biorąc pod uwagę możliwe zbliżanie się momentu rozpoczęcia ograniczania skali luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną, trwałość ożywienia w gospodarce amerykańskiej nie jest pewna. Jednocześnie członkowie ci oceniali, że zmniejszeniu skali luzowania ilościowego może towarzyszyć złagodzenie innych parametrów polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej, w tym zmiana parametrów *forward guidance*. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że polityka luzowania ilościowego spowodowała zmianę sposobu reagowania rynków finansowych na dane makroekonomiczne, a odejście od niej może być źródłem dodatkowej zmienności na rynkach finansowych.

Z kolei odnosząc się do strefy euro podkreślano, że ze względu na wciąż wysokie bezrobocie, trwający proces delewarowania oraz niepewność co do perspektyw tej gospodarki, wzrost PKB w III kw. kształtował się na poziomie jedynie nieznacznie powyżej zera. Zadaniem członków Rady trudno oczekiwać jego wyraźnego przyspieszenia w kolejnych kwartałach. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w wielu krajach strefy euro zmniejsza się skala zacieśnienia fiskalnego, co w krótkim okresie powinno mieć pozytywny wpływ na ich wzrost gospodarczy. Wskazywano ponadto na obniżenie przez EBC w listopadzie br. podstawowej stopy procentowej i możliwość dalszego zwiększenia ekspansywności polityki pieniężnej w strefie euro, co może wspierać wzrost popytu.

Analizując sytuację w krajach rozwijających się część członków Rady wskazywała, że prognozy wzrostu dla największych gospodarek wschodzących zostały w ostatnim okresie obniżone. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że słabnący wzrost PKB w tych gospodarkach może być zjawiskiem trwałym, związanym z tzw. pułapką średniego dochodu. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, również czynniki cykliczne (tj. umiarkowana skala ożywienia aktywności w krajach rozwiniętych) sprawiają, że trudno oczekiwać wyraźnego przyspieszenia PKB w krajach wschodzących, a zwłaszcza tych, które są eksporterami surowców.

Omawiając procesy inflacyjne wskazywano, że inflacja na świecie kształtuje się na niskim poziomie. Sprzyja temu umiarkowana aktywność gospodarcza i obniżanie się cen surowców na rynkach międzynarodowych. Część członków Rady zwracała uwagę, że w ostatnim okresie w niektórych krajach nasiliły się ryzyka deflacyjne. W szczególności zagrożenie obniżenia się inflacji poniżej zera

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

prawdopodobnie skłoniło EBC do obniżenia podstawowej stopy procentowej, a Bank Czech do wprowadzenia asymetrycznego celu kursowego.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że bezprecedensowa skala luzowania ilościowego prowadzonego przez główne banki centralne może w dłuższym okresie oddziaływać w kierunku zwiększenia obaw o wyraźny wzrost inflacji na świecie. Inni członkowie Rady wskazywali, że dodatkowa płynność dostarczona systemowi finansowemu przez główne banki centralne nie wpłynęła jak dotychczas na wzrost podaży pieniądza. Stąd nie widać obecnie presji inflacyjnej na rynku dóbr konsumpcyjnych. Wyraźny wzrost cen aktywów w warunkach utrzymywania się umiarkowanego wzrostu gospodarczego na świecie świadczy natomiast – zdaniem tych członków Rady – o wykorzystaniu dodatkowej płynności do inwestowania w aktywa finansowe.

Odnosząc się do krajowej aktywności gospodarczej członkowie Rady zwracali uwagę na dane o PKB, które potwierdziły kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w III kw. 2013 r. Część członków Rady podkreślała jednak, że choć po kilku kwartałach spadku popyt krajowy zwiększył się, to jego przyrost był wciąż niewielki, a głównym czynnikiem wzrostu pozostał eksport netto. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę, że wobec niskiego wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki i utrzymującego się ryzyka osłabienia koniunktury za granicą, skala dalszego ożywienia aktywności w Polsce obarczona jest niepewnością. Jednocześnie wskazywano na pewne spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w październiku, którym towarzyszyły jednak dalsza poprawa wskaźników koniunktury, w tym PMI dla przemysłu, oraz stopniowe wyhamowywanie spadków produkcji budowlano-montażowej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zwracano uwagę, że nieco przyspieszyła dynamika wynagrodzeń, co może sprzyjać dalszemu ożywieniu konsumpcji. Jednocześnie wciąż podwyższona stopa bezrobocia wskazuje, że nie należy oczekiwać rozluźnienia dyscypliny płac. W tym kontekście podkreślano, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce od kilku lat kształtuje się na niskim poziomie.

Oceniając sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady podkreślała, że złagodzenie polityki kredytowej instytucji finansowych w segmencie kredytów konsumpcyjnych – wraz z poprawą nastrojów konsumenckich – przyczyniło się do widocznego od kilku miesięcy wyraźnego przyrostu tych kredytów, co wspiera ożywienie popytu konsumpcyjnego. W połączeniu ze stabilnym przyrostem kredytów mieszkaniowych składa się to na stopniowe zwiększanie się dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych. Nadal niska jest jednak dynamika akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, przede wszystkim jeśli chodzi o kredyty inwestycyjne. Może to wskazywać na wciąż ograniczony wzrost popytu inwestycyjnego ze strony firm, zwłaszcza biorąc pod uwagę niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych w gospodarce. Omawiając sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę na dalsze obniżanie się dynamiki depozytów gospodarstw domowych.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji, członkowie Rady wskazywali, że w październiku br. wskaźnik CPI obniżył się i inflacja pozostała wyraźnie poniżej celu. Zwracano ponadto uwagę, że na niskim poziomie utrzymała się inflacja bazowa, nadal ujemna była dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, a prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego obniżyły się. Część



---

Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

---

członków Rady podkreślała, że dostępne prognozy wskazują na niskie ryzyko przekroczenia celu w 2014 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że inflacja bazowa kształtuje się na poziomie, który w przeszłości nie gwarantował stabilizacji inflacji CPI w przedziale odchyień od celu.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione. Podkreślano, że obniżenie stóp procentowych w pierwszej połowie bieżącego roku oraz ich stabilizacja w kolejnych kwartałach sprzyja ożywieniu gospodarki krajowej, stopniowemu powrotowi inflacji do celu i stabilizacji na rynkach finansowych.

Rada podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada potwierdziła, że uzasadnione jest jej zdaniem utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

## Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2013 r.

### ▪ Data: 9 stycznia 2013 r.

#### **Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 125 punktów bazowych.

#### **Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

#### **Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** A. Bratkowski

**Przeciw:** M. Belka

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

### ▪ Data: 9 stycznia 2013 r.

#### **Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

#### **Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

#### **Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

**Przeciw:** M. Belka

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

▪ **Data: 9 stycznia 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**Przeciw:**

▪ **Data: 6 lutego 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 100 punktów bazowych.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

**Przeciw:** M. Belka

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

## Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wioskami i uchwałami

**Data: 6 lutego 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** A. Bratkowski  
E. Chojna-Duch  
A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** M. Belka  
A. Glapiński  
J. Hausner  
A. Kaźmierczak  
A. Rzońca  
J. Winiecki

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**Data: 6 lutego 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 2/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka  
A. Bratkowski  
E. Chojna-Duch  
A. Glapiński  
J. Hausner  
A. Kaźmierczak  
A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** A. Rzońca  
J. Winiecki

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

▪ **Data: 6 marca 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 3/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

▪ **Data: 6 marca 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie był głosowany.

▪ **Data: 9 kwietnia 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 4/2013 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2012 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

|                       |                 |
|-----------------------|-----------------|
| <b>Za:</b> M. Belka   | <b>Przeciw:</b> |
| A. Bratkowski         |                 |
| E. Chojna-Duch        |                 |
| A. Glapiński          |                 |
| J. Hausner            |                 |
| A. Kaźmierczak        |                 |
| A. Rzońca             |                 |
| J. Winiecki           |                 |
| A. Zielińska-Głębocka |                 |

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

## Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wioskami i uchwałami

**Data: 8 maja 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 5/2013 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012.

**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: 8 maja 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 6/2013 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2012.

**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:**

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

▪ **Data: 8 maja 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

Za: A. Bratkowski  
A. Zielińska-Głębocka

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

▪ **Data: 8 maja 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 7/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

Za: M. Belka  
A. Bratkowski  
E. Chojna-Duch  
J. Hausner  
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: Z. Gilowska  
A. Glapiński  
A. Kaźmierczak  
A. Rzońca  
J. Winiecki

## Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wioskami i uchwałami

**Data: 21 maja 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 8/2013 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2012 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

Za: A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

M. Belka był nieobecny na posiedzeniu.

Przeciw:

**Data: 5 czerwca 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

Za: A. Bratkowski

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: M. Belka

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki



Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

▪ **Data: 5 czerwca 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 9/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

▪ **Data: 5 czerwca 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 10/2013 w oprocentowania kredytów udzielanych Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu, Krajowej Spółdzielczej Kasie Oszczędnościowo-Kredytowej oraz spółdzielczym kasom oszczędnościowo-kredytowym przez Narodowy Bank Polski.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

## Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wioskami i uchwałami

**Data: 2 lipca 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/DOR/2013 w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2013 i 2014.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

J. Winiecki nie brał udziału w głosowaniu.

**Data: 3 lipca 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 11/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

▪ **Data: 3 września 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 12/2013 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2014.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**Przeciw:**

▪ **Data: 17 września 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 13/2013 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

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**Przeciw:** A. Kaźmierczak

## Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wioskami i uchwałami

**Data: 2 października 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 14/2013 zmieniająca uchwałę w sprawie regulaminu Rady Polityki Pieniężnej.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**Przeciw:**

**Data: 5 listopada 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 15/2013 w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

A. Glapiński był nieobecny na posiedzeniu.

**Przeciw:**

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013

---

▪ **Data: 3 grudnia 2013 r.**

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 16/2013 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2014.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Głapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**