



# MONITOR POLSKI

DZIENNIK URZĘDOWY RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

---

Warszawa, dnia 24 maja 2013 r.

Poz. 431

## UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

z dnia 8 maja 2013 r.

### w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012

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

- § 1. Przyjmuje się sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012, stanowiące załącznik do uchwały.
- § 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem podjęcia.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *M. Belka*

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

---

<sup>1)</sup> Zmiany tekstu jednolitego wymienionej ustawy zostały ogłoszone w Dz. U. z 2005 r. Nr 167, poz. 1398, z 2006 r. Nr 157, poz. 1119, z 2007 r. Nr 25, poz. 162 i Nr 61, poz. 410, z 2008 r. Nr 209, poz. 1315 i 1317, z 2009 r. Nr 69, poz. 589 i Nr 143, poz. 1164, z 2010 r. Nr 109, poz. 709 i Nr 257, poz. 1724, z 2011 r. Nr 75, poz. 398 i Nr 117, poz. 676 oraz z 2012 r. poz. 855, 908 i 1166.

# **Narodowy Bank Polski**

## **Rada Polityki Pieniężnej**

# **Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012**

**Warszawa, maj 2013**

# SPIS TREŚCI

<b>1. Strategia polityki pieniężnej w 2012 r.</b> .....	<b>5</b>
<b>2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2012 r.</b> .....	<b>9</b>
2.1. Uwarunkowania makroekonomiczne polityki pieniężnej NBP w 2012 r. ....	9
2.2. Polityka pieniężna w 2012 r. ....	14
<b>3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2012 r.</b> .....	<b>21</b>
<b>Załącznik 1. PKB i popyt krajowy</b> .....	<b>29</b>
<b>Załącznik 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych</b> .....	<b>33</b>
<b>Załącznik 3. Bilans płatniczy</b> .....	<b>37</b>
<b>Załącznik 4. Pieniądz i kredyt</b> .....	<b>41</b>
<b>Załącznik 5. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2012 r.</b> .....	<b>45</b>
<b>Załącznik 6. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2012 r.</b>	<b>75</b>

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

*Sprawozdanie* prezentuje główne elementy realizowanej strategii polityki pieniężnej, opis uwarunkowań makroekonomicznych i decyzji podejmowanych w zakresie polityki pieniężnej w roku objętym sprawozdaniem, a także opis stosowanych instrumentów polityki pieniężnej.

Do *Sprawozdania* dołączono załączniki, w których przedstawiono kształtowanie się istotnych zmiennych makroekonomicznych, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* i wyniki głosowania członków Rady nad wnioskami i uchwałami.

Przy ocenie polityki pieniężnej *ex post* należy brać pod uwagę jej uwarunkowania, w tym przede wszystkim, iż decyzje władz monetarnych wpływają na gospodarkę ze znacznym opóźnieniem, a najsilniejszy ich wpływ obserwowany jest po upływie kilku kwartałów. Równocześnie w gospodarce występują wstrząsy makroekonomiczne, które – choć w większości pozostają poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej – mogą w znacznej mierze wpływać na sytuację gospodarczą i procesy inflacyjne w kraju w krótkim, a niekiedy także w średnim okresie.

## Rozdział 1

# STRATEGIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2012 R.

W 2012 r. Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą”, prowadziła politykę pieniężną zgodnie z zasadami zawartymi w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2012* przyjętych 23 sierpnia 2011 r., których tekst został przytoczony poniżej.

Rada postanowiła utrzymać podstawowe elementy dotychczasowej strategii polityki pieniężnej NBP przedstawione w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2011*.

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 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 odchylenia 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, zwanego dalej „NBP”, oraz innych banków centralnych wskazują, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Globalny kryzys finansowy pokazał, że dla zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie w polityce pieniężnej większą niż dotychczas rolę powinny odgrywać czynniki związane ze stabilnością systemu finansowego. Polityka pieniężna powinna być zatem prowadzona w taki sposób, aby dążąc do stabilizacji inflacji na poziomie celu w średnim okresie, ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w systemie finansowym. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia prowadzenie takiej polityki, stanowiąc wsparcie dla polityki regulacyjnej i nadzorczej wobec sektora finansowego.

W 2012 r. Rada kierowała się następującymi zasadami prowadzenia polityki pieniężnej:

- 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 szoków podażowych od wpływu czynników popytowych.
- Po drugie, polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliższej 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. Rada oceniając potrzebę reakcji na wstrząsy będzie jednak brała pod uwagę to, że w Polsce niskie oczekiwania inflacyjne nadal nie są dostatecznie utrwalone. Stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oddziałuje na skalę oraz trwałość wpływu wstrząsów popytowych i podażowych na inflację. W przypadku wstrząsów, które w ocenie Rady mogą wywołać względnie 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.  
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.

Reakcja banku centralnego na wstrząs zależy od oceny trwałości jego skutków, w tym od oceny ryzyka pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy.

- Po piąte, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na dynamikę ogólnego poziomu cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację, nie jest jednak stała. Zależy ona w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany 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* na 2012 r. Rada zapowiedziała, że w przypadku podjęcia decyzji o przystąpieniu Polski do mechanizmu ERM II, dokona niezbędnych dostosowań strategii polityki pieniężnej oraz – w porozumieniu z Radą Ministrów – systemu kursowego do warunków wynikających z konieczności spełnienia kryteriów konwergencji niezbędnych do przyjęcia euro. W *Założeniach* Rada stwierdziła również, że jej zdaniem przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.

W *Założeniach* na 2012 r. Rada podkreślała także, że ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej będzie sytuacja finansów publicznych. Dla utrzymania stabilności makroekonomicznej gospodarki, w tym dla utrzymania stabilności cen, niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewniłaby długookresową stabilność finansów publicznych. Polityka taka umożliwi także spełnienie kryteriów niezbędnych do przyjęcia euro.



## Rozdział 2

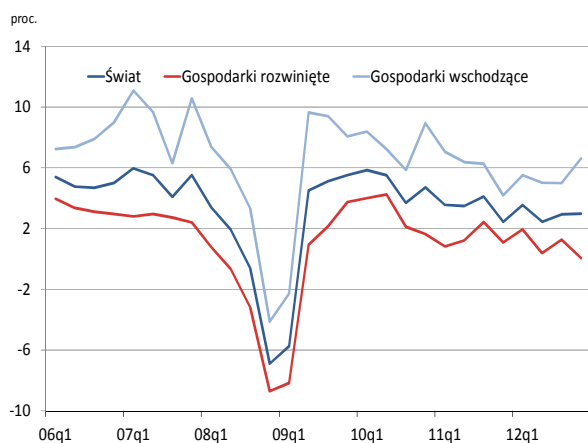
POLITYKA PIENIĘŻNA I JEJ  
UWARUNKOWANIA W 2012 R.

## 2.1. Uwarunkowania makroekonomiczne polityki pieniężnej NBP w 2012 r.

W 2012 r. polityka pieniężna była prowadzona w warunkach niekorzystnej koniunktury w gospodarce światowej, a także nasilających się okresowo napięć na światowych rynkach finansowych, w szczególności związanych z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro (Wykres 2.1). W kierunku ograniczenia aktywności gospodarczej w wielu krajach oddziaływała utrzymująca się niepewność co do przyszłej koniunktury, kontynuacja dostosowań w bilansach sektora prywatnego i publicznego, a także wciąż niekorzystna sytuacja na rynku pracy. W części krajów aktywność gospodarczą ograniczały również utrzymujące się na relatywnie wysokim poziomie ceny surowców, a w niektórych gospodarkach także niepewność związana z wysokim zadłużeniem sektora finansów publicznych.

Wykres 2.1

Wzrost gospodarczy na świecie (r/r)\*.

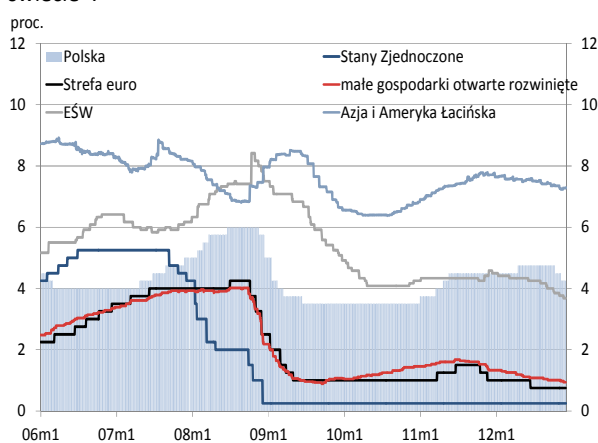


Źródło: Dane MFW.

\*Agregaty za: *World Economic Outlook Update*, styczeń 2013r.

Wykres 2.2

Podstawowe stopy procentowe banków centralnych na świecie\*.



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

\*Agregaty dla regionów są średnimi arytmetycznymi obejmującymi:

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

Wobec różnic w skali oddziaływania powyższych czynników na poszczególne regiony i kraje, w 2012 r. – podobnie jak w poprzednich latach – koniunktura na świecie pozostała zróżnicowana. W szczególności, wzrost aktywności w gospodarkach rozwiniętych spowolnił znacznie silniej niż w gospodarkach wschodzących. Jednocześnie wśród krajów rozwiniętych, tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych oraz w Niemczech pozostało istotnie wyższe niż w krajach strefy euro najsilniej dotkniętych kryzysem konkurencyjności i zadłużenia, gdzie utrzymała się recesja. Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych był wspierany przez stosunkowo silny popyt wewnętrzny, a w Niemczech – przez nadal relatywnie wysoki popyt zagraniczny. Z kolei wśród największych gospodarek wschodzących, najsilniejszy wzrost dynamiki PKB odnotowano w Chinach, gdzie – podobnie jak w wielu innych gospodarkach Azji i Ameryki Łacińskiej – koniunkturę wspierało ożywienie popytu wewnętrznego.

W 2012 r. główne banki centralne zwiększyły skalę ekspansji monetarnej. Bank Rezerwy Federalnej (Fed), Bank Japonii (BoJ) oraz Bank Anglii (BoE) pozostawiły stopy procentowe na historycznie niskich poziomach, natomiast Europejski Bank Centralny (EBC) w II połowie roku obniżył stopy procentowe do najniższego poziomu od momentu powstania strefy euro (Wykres 2.2). Jednocześnie główne banki centralne zwiększały skalę istniejących programów luzowania ilościowego, a w II połowie 2012 r. – wobec pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego oraz nasilenia kryzysu zadłużeniowego w strefie euro – wprowadzały także nowe programy zakupu aktywów oraz programy płynnościowe<sup>1</sup>.

W większości krajów rozwiniętych w 2012 r. w dalszym ciągu realizowane były działania nakierowane na zmniejszenie nierównowagi sektora finansów publicznych. Działania te pozwoliły na pewne ograniczenie deficytów sektora finansów publicznych, jednak w przypadku większości krajów deficyt pozostał wysoki, skutkując dalszym wzrostem długu publicznego.

W I połowie 2012 r. doszło do ponownego nasilenia obaw o stabilność makroekonomiczną niektórych krajów strefy euro (w szczególności Grecji, Hiszpanii), co przyczyniło się do wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych. W II połowie 2012 r. wraz z eliminacją części źródeł niepewności<sup>2</sup>, a także zapowiedzią dalszych reform instytucjonalnych strefy euro oraz ogłoszeniem programu zakupu obligacji skarbowych przez EBC, nastroje na rynkach finansowych poprawiły się.

Utrzymująca się w 2012 r. niska dynamika popytu w gospodarce globalnej przyczyniła się do pewnego obniżenia inflacji na świecie (zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak też wschodzących; Wykres 2.3). W kierunku obniżenia inflacji oddziaływały także niższe niż rok wcześniej ceny surowców na rynkach światowych (Wykres 2.4). Skala spadku inflacji była jednak w części krajów ograniczana przez podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych.

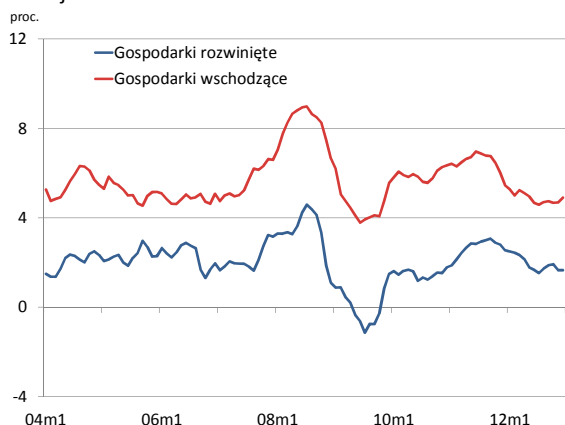
---

<sup>1</sup> W lipcu 2012 r. BoE ogłosił nowy program płynnościowy, *Funding for Lending*, nakierowany na pobudzenie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. We wrześniu 2012 r. Fed uruchomił nowy program skupu aktywów, w ramach którego rozpoczęto skupowanie sekurytyzowanych papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych emitowanych przez agencje rządowe (MBS). Również we wrześniu 2012 r. EBC ogłosił program OMT (*Outright Monetary Transactions*), czyli program warunkowego, nieograniczonego skupu na rynku wtórnym obligacji skarbowych krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. W październiku 2012 r. BoJ wprowadził nowy program płynnościowy nakierowany na pobudzenie akcji kredytowej w japońskim sektorze bankowym.

<sup>2</sup> W szczególności w Grecji wybory parlamentarne wygrała partia popierająca realizację programu oszczędnościowego, a ministrowie finansów strefy euro zdecydowali o przyznaniu linii kredytowej na dokapitalizowanie hiszpańskiego sektora bankowego.

**Wykres 2.3**

Inflacja na świecie\*.

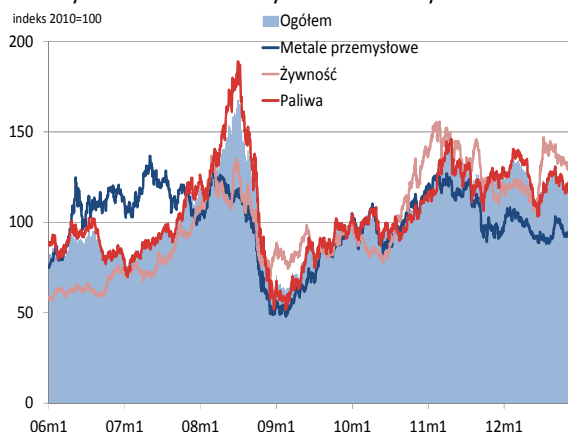


Źródło: Dane Reuters Ecowin, MFW, obliczenia NBP.

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

**Wykres 2.4**

Indeksy cen surowców na rynkach światowych.

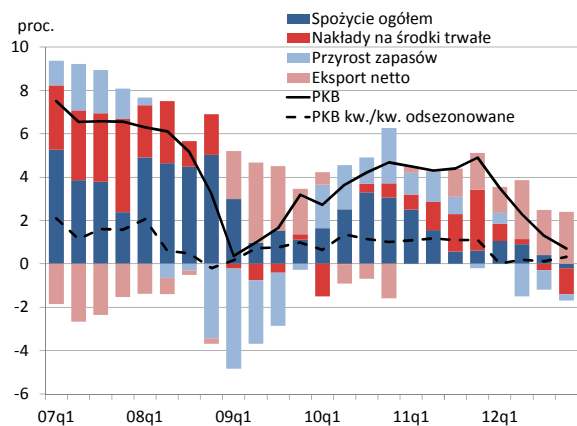


Źródło: Dane Bloomberg.

W Polsce, w warunkach spowolnienia wzrostu popytu zagranicznego oraz podwyższonej niepewności co do przyszłej koniunktury gospodarczej, w 2012 r. tempo wzrostu gospodarczego stopniowo się obniżało (Wykres 2.5; Załącznik nr 1). Spowolniającemu – szczególnie silnie w II połowie roku – popytowi konsumpcyjnemu, towarzyszyło obniżenie się inwestycji. W efekcie w 2012 r. nastąpił spadek popytu krajowego. Wzrost PKB podtrzymywany był natomiast przez relatywnie wysoki wkład eksportu netto, który wynikał jednak z silniejszego spadku dynamiki importu niż eksportu.

**Wykres 2.5**

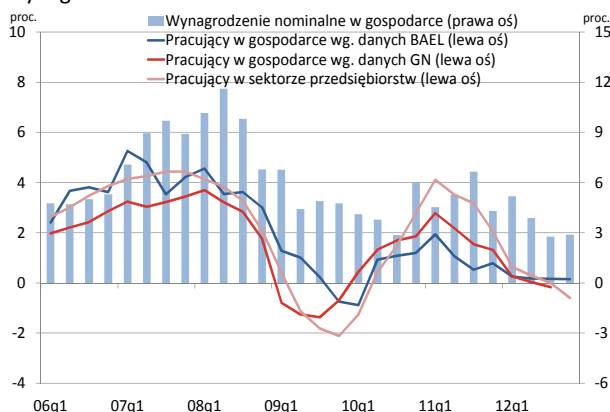
Udziały składników popytu finalnego w rocznej dynamice polskiego PKB.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.6**

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



Źródło: Dane GUS.

Do spowolnienia wzrostu popytu konsumpcyjnego przyczyniała się niska dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, związana ze spadkiem dynamiki wynagrodzeń oraz stagnacją zatrudnienia. Na wzrost konsumpcji negatywnie oddziaływało także pogłębienie spadku kredytów konsumpcyjnych oraz pogarszające się nastroje gospodarstw domowych, w tym w szczególności nasilające się w II połowie ub.r. obawy o wzrost bezrobocia. Słabnącemu wzrostowi konsumpcji, w 2012 r. towarzyszyło istotne obniżenie się dynamiki inwestycji, która w II połowie roku osiągnęła ujemną wartość. Do obniżenia dynamiki inwestycji przyczynił się przede wszystkim spadek inwestycji publicznych związany z zakończeniem części inwestycji infrastrukturalnych w okresie poprzedzającym Mistrzostwa Europy w Piłce Nożnej oraz ze spowolnieniem wzrostu wydatków inwestycyjnych

samorządów terytorialnych wynikającym z działań ograniczających nierównowagę fiskalną. Jednocześnie, wobec niekorzystnych perspektyw wzrostu w kraju i za granicą, wpływających negatywnie na nastroje podmiotów gospodarczych, obniżyła się dynamika inwestycji przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych.

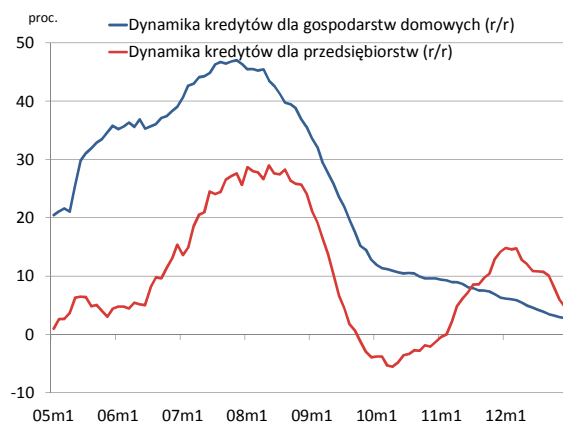
Spowalniającemu popytowi wewnętrznemu, towarzyszył relatywnie wysoki wkład eksportu netto do wzrostu PKB, co wynikało z silniejszego obniżenia się dynamiki importu niż eksportu (Załącznik nr 3).

W 2012 r. wobec spowalniającej aktywności gospodarczej wzrost liczby pracujących w gospodarce wyhamował, a zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w II połowie ub.r. obniżyło się (Wykres 2.6). Jednocześnie w dalszym ciągu zwiększała się liczba osób aktywnych zawodowo. W efekcie, stopa bezrobocia w 2012 r. rosła, przyczyniając się do ograniczenia presji płacowej i spowolnienia wzrostu wynagrodzeń w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw. Spowolnienie wzrostu wynagrodzeń przyczyniło się do utrzymania dynamiki jednostkowych kosztów pracy na niskim poziomie, pomimo jednoczesnego obniżenia się tempa wzrostu wydajności pracy.

W 2012 r. kontynuowany był proces ograniczania nierównowagi w finansach publicznych. Drugi rok z rzędu znacząco zmniejszył się deficyt sektora finansów publicznych (z 5,0% PKB w 2011 r. do 3,9% PKB w 2012 r. w ujęciu ESA95). Przyczyniło się do tego ograniczenie inwestycji publicznych finansowanych z funduszy krajowych (równoczesny spadek inwestycji publicznych finansowanych ze środków UE nie wpływał na wielkość deficytu). Ponadto, redukcja deficytu wynikała z kontynuacji działań rozpoczętych w 2011 r.: obniżenia wymiaru składki trafiającej do otwartych funduszy emerytalnych (OFE) uchwalonego w marcu 2011 r., działania tymczasowej reguły wydatkowej oraz zamrożenia płac w sferze budżetowej.

#### Wykres 2.7

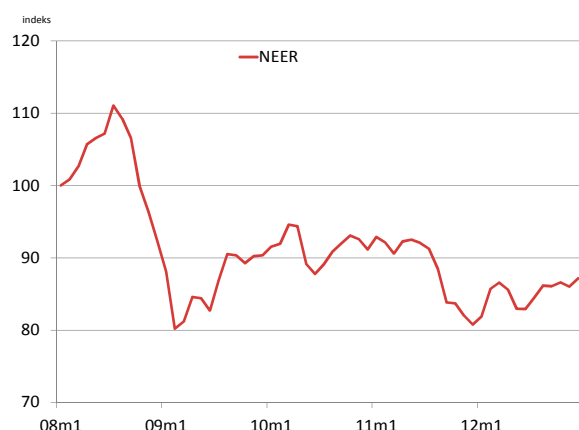
Roczna dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

#### Wykres 2.8

Nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Reuters Ecowin, OECD, obliczenia NBP.

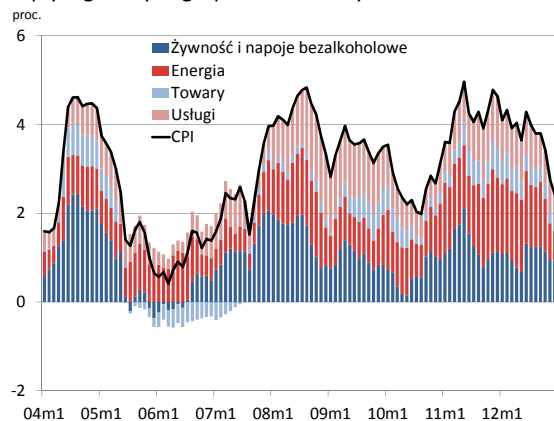
Wraz z osłabieniem wzrostu gospodarczego, stopniowo spowalniała akcja kredytowa banków (Wykres 2.7; Załącznik nr 4). Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw obniżała się, szczególnie silnie w II połowie roku, przy czym spowolnienie widoczne było zarówno w segmencie kredytów bieżących, jak i kredytów o charakterze inwestycyjnym. Do spadku dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw przyczyniło się – z jednej strony – spowolnienie popytu inwestycyjnego firm oraz – z drugiej strony – zaostrzenie polityki kredytowej banków. W 2012 r. stopniowo osłabiał się również

wzrost akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, na co złożył się dalszy spadek kredytów konsumpcyjnych oraz obniżenie dynamiki kredytów mieszkaniowych, wynikające głównie ze spadku kredytów w walutach obcych. Wzrost kredytów dla gospodarstw domowych był ograniczany przez pogarszającą się sytuację ekonomiczną gospodarstw domowych oraz zaostrenie polityki kredytowej banków, a w przypadku kredytów mieszkaniowych – dodatkowo także przez istotne zmniejszenie limitów cenowych w programie „Rodzina na swoim”.

W 2012 r. ceny krajowych aktywów finansowych pozostawały pod silnym wpływem nastrojów na światowych rynkach finansowych. Po pewnej poprawie sentymentu na rynkach międzynarodowych na początku roku, w II kw. nastąpiło ponowne nasilenie obaw o stabilność gospodarczą w strefie euro, co przyczyniło się do wzrostu awersji do ryzyka i spadku cen niektórych krajowych aktywów finansowych, w tym cen akcji. W II połowie 2012 r. zapowiedzi reform instytucjonalnych w strefie euro oraz zwiększenie skali łagodzenia ilościowego przez główne banki centralne, w tym EBC, przyczyniło się do poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Spadek awersji do ryzyka zwiększył napływ kapitału na rynki wschodzące charakteryzujące się wysokim dysparytetem stóp procentowych wobec największych gospodarek rozwiniętych, w tym do Polski. Napływ kapitału działał w kierunku wzrostu cen akcji i skarbowych papierów wartościowych oraz aprecjacji ich walut, w tym złotego (Wykres 2.8, Załącznik nr 3). Spadkowi rentowności polskich obligacji sprzyjało także łagodzenie polityki pieniężnej NBP.

**Wykres 2.9**

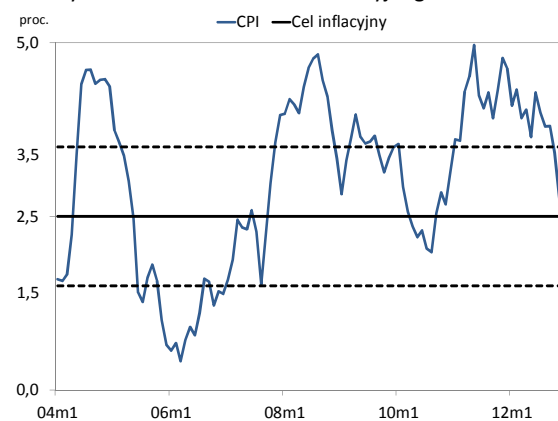
Wpływ głównych grup cen na roczny wskaźnik CPI.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.10**

Roczny wskaźnik CPI na tle celu inflacyjnego.



Źródło: Dane GUS.

W 2012 r. średnioroczny wskaźnik cen i usług konsumpcyjnych CPI wyniósł 3,7% i choć był niższy niż w 2011 r., to nadal kształtował się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (Wykres 2.9, Wykres 2.10, Załącznik nr 2)<sup>3</sup>. W ciągu roku wskaźnik CPI znacząco się jednak obniżył i od października ub.r. inflacja CPI kształtowała się poniżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP, a w grudniu osiągnęła poziom zgodny z celem.

W kierunku utrzymania podwyższonej inflacji, szczególnie w I połowie 2012 r., oddziaływała stosunkowo wysoka dynamika cen administrowanych – głównie cen nośników energii związana w dużym stopniu z podwyżkami taryf na energię elektryczną, gaz i ciepło w 2011 r. i 2012 r., a także wciąż podwyższona dynamika cen żywności oraz słabszy niż rok wcześniej kurs złotego. Ograniczająco

<sup>3</sup> CPI - ang. *Consumer Price Index*.

na inflację, szczególnie w II połowie 2012 r., oddziaływało natomiast wyraźne osłabienie się dynamiki popytu i spadek dynamiki wynagrodzeń, a także następująca wówczas aprecjacja kursu złotego. Ponadto obniżeniu się inflacji w ub.r. sprzyjało wygasanie statystycznych efektów bazy, w tym wygaśnięcie efektu podwyższenia w styczniu 2011 r. stawek podatku VAT.

## 2.2. Polityka pieniężna w 2012 r.

W 2012 r., podejmując decyzje dotyczące polityki pieniężnej, Rada – podobnie jak w poprzednich latach – dążyła do utrzymania stabilności cen, tj. stabilizowania inflacji na poziomie 2,5% w średnim okresie. Jednocześnie decyzje Rady były nakierowane na utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Biorąc pod uwagę opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, kształtowanie się inflacji i PKB w 2012 r. pozostawało pod wpływem decyzji podjętych przez Radę w 2011 r.

W 2012 r. Rada w swoich decyzjach uwzględniała 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.

Po czterokrotnym podwyższeniu stóp procentowych w 2011 r., na początku 2012 r. Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, sygnalizując jednocześnie możliwość dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej. W maju 2012 r. Rada oceniła, że przedłużający się okres utrzymywania się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu stwarza ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji, w tym poprzez utrwalenie się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Napływające wówczas dane sugerowały, że skala oczekiwanego spowolnienia gospodarczego może być ograniczona, co stwarzało ryzyko dla powrotu inflacji do celu w średnim okresie. W takiej sytuacji Rada – dążąc do utrzymania stabilności cen w średnim okresie – podniosła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., w tym stopę referencyjną z 4,50% do 4,75%.

Na początku II połowy 2012 r. Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W IV kw. ub. r. Rada uznała, że silniejsze od wcześniej oczekiwanego spowolnienie gospodarcze wraz z czynnikami zewnętrznymi stwarzają ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W rezultacie, w listopadzie i grudniu 2012 r. Rada obniżyła stopy procentowe NBP łącznie o 0,50 pkt proc., w tym stopę referencyjną z 4,75% do 4,25%. Jednocześnie Rada sygnalizowała, że dokona dalszego złagodzenia polityki pieniężnej, jeśli napływające dane będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostanie ograniczone. Zgodnie z tą zapowiedzią w I kw. 2013 r. Rada kontynuowała złagodzenie polityki pieniężnej obniżając stopy procentowe 3-krotnie – łącznie o 1 pkt proc. – w tym stopę referencyjną do poziomu 3,25%.

Decyzje podjęte przez Radę w 2012 r. oddziaływały w kierunku utrzymania stabilności cen w średnim okresie. Poniżej przedstawiono bardziej szczegółowo decyzje Rady dotyczące stóp procentowych podjęte w 2012 r., wraz z ich uwarunkowaniami.

\* \* \*

Dane napływające na początku 2012 r. wskazywały na obniżenie tempa wzrostu gospodarczego na świecie w IV kw. 2011 r. i utrzymanie się niskiej aktywności gospodarczej za granicą w I kw. 2012 r. Widoczne było przy tym znaczne zróżnicowanie sytuacji w poszczególnych regionach. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w IV kw. 2011 r. przyspieszył, jednak kolejne dane sugerowały, że przyspieszenie to mogło być nietrwałe. Z kolei strefa euro w IV kw. 2011 r. znalazła się w płytkiej recesji, choć napływające informacje pozwalały oczekiwać, że w następnych kwartałach aktywność gospodarcza nieco się poprawi. W krajach wschodzących, zwłaszcza azjatyckich, wzrost PKB w IV kw. przejściowo się obniżył. Równocześnie inflacja na świecie stopniowo spadała, choć pozostawała na podwyższonym poziomie, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących.

Główne banki centralne kontynuowały luzowanie polityki monetarnej, utrzymując stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. W lutym 2012 r. Fed ogłosił, że stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych powinny pozostać zbliżone do zera co najmniej do końca 2014 r. Natomiast EBC pod koniec grudnia 2011 r. i lutego 2012 r. przeprowadził dwie trzyletnie operacje zasilające w płynność sektor bankowy strefy euro (na kwotę odpowiednio 489 mld euro oraz 530 mld euro) w celu przeciwdziałania skutkom kryzysu zadłużeniowego w strefie euro.

Równocześnie z działaniami podejmowanymi przez EBC przywódcy Unii Europejskiej pod koniec 2011 r. podjęli działania dotyczące reform instytucjonalnych strefy euro (uchwalenie wstępnych założeń do paktu fiskalnego). Wraz z łagodzeniem polityki pieniężnej, a w pewnym stopniu także oczekiwaniem na poprawę koniunktury w gospodarce światowej, zwłaszcza w krajach wschodzących, przełożyło się to na poprawę nastrojów na rynkach finansowych i oddziaływało w kierunku aprecjacji walut wielu rynków wschodzących, w tym złotego. Powyższe czynniki, w połączeniu z napięciami geopolitycznymi na przełomie 2011 i 2012 r. na Bliskim Wschodzie, sprzyjały wzrostowi cen surowców, który był istotnym czynnikiem ryzyka dla obniżenia się inflacji na świecie.

Informacje napływające w I kw. 2012 r. wskazywały na utrzymywanie się relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego w Polsce. W IV kw. 2011 r. wzrost PKB przyspieszył, czemu sprzyjało zwłaszcza przyspieszenie wzrostu inwestycji, zarówno publicznych, jak i prywatnych. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, widoczne było pewne osłabienie dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych, które wynikało w szczególności z obniżenia dynamiki realnych dochodów do dyspozycji. Pomimo osłabiania się części wskaźników wyprzedzających koniunktury, napływające na początku 2012 r. dane, w tym zwłaszcza o wciąż szybko rosnącej akcji kredytowej dla przedsiębiorstw oraz o jedynie powolnym obniżaniu się dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, sugerowały, że spowolnienie gospodarcze w kolejnych kwartałach może być ograniczone.

Inflacja – mimo spadku w styczniu 2012 r. (efekty bazy, związane w szczególności z wygaśnięciem wpływu podwyższenia w styczniu 2011 r. stawek podatku VAT) – kształtowała się wciąż na poziomie zbliżonym do 4%, tj. wyraźnie powyżej celu inflacyjnego, a także powyżej górnej granicy odchyłeń od celu. Również oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw utrzymywały się powyżej górnej granicy odchyłeń od celu. Wyższa od wieloletniej średniej była także inflacja bazowa. Równocześnie projekcja marcowa wskazywała, że – pomimo oczekiwanego w kolejnych kwartałach stopniowego spowolnienia wzrostu gospodarczego – inflacja będzie prawdopodobnie do końca roku przekraczała górną granicę odchyłeń od celu, a w pierwszej połowie 2013 r. może wciąż przekraczać 2,5%. Podwyższony poziom inflacji miał nadal wynikać głównie z wpływu czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Przedłużające się oddziaływanie tych

czynników na procesy inflacyjne powodowało, że w porównaniu z poprzednią projekcją, wydłużył się prognozowany okres, w którym inflacja miała kształtować się powyżej celu. Jednocześnie utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie od końca 2010 r. rodziło obawy o trwałe podwyższenie oczekiwań inflacyjnych, co mogłoby zwiększyć koszty utrzymania stabilności cen w dłuższym okresie.

Wobec powyższych uwarunkowań w okresie styczeń-kwiecień 2012 r. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, sygnalizując jednocześnie, że jeśli perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie, a napływające dane nie będą wskazywały na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej, to Rada może zaostrzyć politykę pieniężną w kolejnych miesiącach.

Napływające w kwietniu i na początku maja 2012 r. informacje wskazywały na ponowne nasilenie się kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Przyczyniło się ono do znacznego pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych oraz deprecjacji walut krajów wschodzących, w tym złotego. Pomimo spadku cen surowców, w tym zwłaszcza energetycznych, ich poziom pozostawał wysoki.

Równocześnie napływające dane dotyczące Polski wskazywały na osłabienie dynamiki PKB w I kw. 2012 r. Z jednej strony dane z rynku pracy, w tym niska dynamika zatrudnienia i jedynie umiarkowany wzrost płac, a także systematyczne spowalnianie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, świadczyły o możliwości dalszego osłabienia dynamiki konsumpcji. Także wyprzedzające wskaźniki koniunktury nadal sugerowały pewne osłabienie aktywności gospodarczej w nadchodzących kwartałach. Z drugiej strony prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski na 2012 r. były w omawianym okresie rewidowane nieznacznie w górę. Ponadto nadal szybko rosły kredyty dla przedsiębiorstw.

Inflacja utrzymywała się w pobliżu 4%, pozostając powyżej górnej granicy odchyień od celu. Ponadto, w kolejnych miesiącach można było oczekiwać jej ponownego wzrostu, na co wskazywały prognozy krótkookresowe. Również oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, pomimo pewnego obniżenia, nadal kształtowały się powyżej górnej granicy odchyień od celu. Podwyższona pozostała także inflacja bazowa.

Na majowym posiedzeniu Rada uznała, że przedłużający się okres utrzymywania się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu stwarzał ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji, mimo oczekiwanego spowolnienia gospodarczego. Rada oceniła bowiem, że choć oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało obniżeniu się inflacji, to ze względu na utrzymywanie się istotnego negatywnego wpływu na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, skala spowolnienia może być ograniczona, co stwarzało ryzyko dla powrotu inflacji do celu w średnim okresie. Ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji zwiększały utrzymujące się na relatywnie wysokim poziomie oczekiwania inflacyjne. Rada postanowiła więc podwyższyć stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., w tym stopę referencyjną z 4,50% do 4,75%, równocześnie podkreślając, że napływające dane pozwolą ocenić, czy uzasadnione może być ewentualne dalsze dostosowanie stóp procentowych.

Dane napływające pomiędzy majowym a lipcowym posiedzeniem Rady wskazywały na pogarszanie się koniunktury za granicą. Aktywność w Stanach Zjednoczonych w II kw. 2012 r. pozostała



umiarkowana. W strefie euro wzrost gospodarczy był bliski zera. Spowolnienie wzrostu PKB miało miejsce w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. Utrzymywanie się słabej koniunktury w gospodarkach rozwiniętych przyczyniało się do obniżenia aktywności gospodarczej w wielu krajach wschodzących. Równocześnie prognozy światowego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach były obniżane.

Na koniunkturę oraz jej perspektywy niekorzystnie oddziaływało nasilenie się obaw o kryzys zadłużeniowy w strefie euro, przekładające się na pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych. Od czerwca 2012 r. nastroje na światowych rynkach zaczęły się poprawiać, co było związane z uzgodnieniem przez przywódców UE rozwiązań, które miały przyczynić się do złagodzenia kryzysu zadłużeniowego oraz wesprzeć wzrost gospodarczy w strefie euro. Poprawie nastrojów sprzyjało także pojawienie się oczekiwań na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w tym Fed i EBC. Poprawa nastrojów na rynkach finansowych wpłynęła także na wzrost cen surowców na świecie. Spowolnienie w gospodarce światowej sprzyjało jednak obniżaniu się inflacji, choć w wielu krajach pozostała ona podwyższona.

W Polsce dane o PKB w I kw. 2012 r. potwierdziły stopniowe spowalnianie aktywności gospodarczej, przy osłabiającym się zarówno popycie zewnętrznym, jak i wewnętrznym. Napływające dane miesięczne za II kw. 2012 r. wskazywały na niski wzrost zatrudnienia i wciąż umiarkowaną dynamikę wynagrodzeń, przy jednoczesnym stopniowym obniżeniu dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. Na możliwość wyraźniejszego obniżenia się tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach wskazywały wyprzedzające wskaźniki koniunktury oraz wyniki lipcowej projekcji NBP.

Mimo stopniowo spowalniającej dynamiki aktywności gospodarczej, inflacja utrzymywała się powyżej górnej granicy odchyień od celu. Na podwyższonym poziomie, mimo pewnego spadku, utrzymywała się również inflacja bazowa oraz oczekiwania inflacyjne. Jednak zgodnie z lipcową projekcją po przejściowym wzroście w III kw., w kolejnych kwartałach inflacja miała się obniżać, by w horyzoncie roku wrócić do celu. Tym samym przewidywany okres powrotu inflacji do celu skrócił się w porównaniu z projekcją marcową.

Biorąc pod uwagę napływające informacje, w tym wskazywane przez projekcję spowolnienie wzrostu gospodarczego i powrót inflacji do celu w horyzoncie roku, w czerwcu i lipcu 2012 r. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Zdaniem Rady dokonane zacieśnienie polityki pieniężnej sprzyjało obniżaniu się inflacji, przyczyniając się do zachowania stabilności makroekonomicznej gospodarki. Jednocześnie Rada nie wykluczała dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu.

We wrześniu 2012 r. – w reakcji na pogarszające się perspektywy wzrostu w największych gospodarkach rozwiniętych – banki centralne Stanów Zjednoczonych i strefy euro zdecydowały się zwiększyć skalę ekspansji monetarnej. Fed wydłużył wówczas zapowiadany okres utrzymywania stóp procentowych na historycznie niskim poziomie z końca 2014 r. do połowy 2015 r. i znacznie zwiększył skalę ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. Natomiast EBC, po obniżeniu w lipcu 2012 r. stóp procentowych o 0,25 pkt proc. (w tym stopy refinansowej do 0,75% i stopy depozytowej do zera), ogłosił program skupu obligacji skarbowych krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym.

Działania głównych banków centralnych sprzyjały wyraźnej poprawie nastrojów na rynkach finansowych. Ta z kolei wspierała obserwowany od czerwca do września silny wzrost cen surowców na rynkach światowych. Wzrost cen żywności w III kw. wspierały dodatkowo obawy o silne obniżenie się jej podaży w związku z suszą w Stanach Zjednoczonych i Europie Wschodniej.

W Polsce, dane o PKB za II kw. 2012 r., wskazywały na silniejsze od oczekiwanego spowolnienie gospodarcze. Obniżyła się zarówno dynamika konsumpcji, jak i tempo wzrostu inwestycji. Istotny ujemny wkład do wzrostu miała zmiana zapasów. Nadal obniżały się wyprzedzające wskaźniki koniunktury. Także kwartalne dane o ryku pracy oraz miesięczne dane o aktywności gospodarczej za III kw. sygnalizowały kontynuację osłabienia aktywności gospodarczej. W szczególności wyhamował wzrost zatrudnienia i wyraźnie spowalniała akcja kredytowa dla gospodarstw domowych, co przyczyniało się do obniżenia dynamiki sprzedaży detalicznej. Równocześnie, znacznie spowolniła dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, nastąpił spadek produkcji budowlano-montażowej częściowo związany z zakończeniem części inwestycji infrastrukturalnych po Mistrzostwach Europy w Piłce Nożnej oraz obniżył się wzrost produkcji przemysłowej.

Jednocześnie, mimo nieco niższej inflacji bazowej, inflacja utrzymała się jednak na podwyższonym poziomie. Zgodnie z oczekiwaniami, nastąpiło bowiem przyspieszenie wzrostu cen żywności. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych pozostały relatywnie wysokie.

We wrześniu i październiku 2012 r. Rada uznała, że napływające informacje zmieniły ocenę stanu polskiej gospodarki, w tym ocenę ryzyka utrzymania się inflacji powyżej celu w średnim okresie. W szczególności, wobec silniejszego niż oczekiwano spowolnienia gospodarczego można było oczekiwać, że inflacja obniży się do celu szybciej niż dotychczas prognozowano, choć ryzykiem dla jej obniżenia pozostawały wysokie ceny surowców, w tym żywności i energii. Wobec powyższych uwarunkowań Rada, choć postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, to jednocześnie zapowiedziała, że jeśli napływające informacje potwierdzą trwałość osłabienia koniunktury, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, może dokonać złagodzenia polityki pieniężnej. Rada była przy tym zdania, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami listopadowej projekcji NBP.

Dane napływające od października do początku grudnia 2012 r. wskazywały na stabilizację koniunktury w gospodarce światowej na niskim poziomie, przy utrzymaniu się znacznego zróżnicowania aktywności pomiędzy poszczególnymi regionami. W III kw. 2012 r. wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych nieco przyspieszył, jednak istotnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw gospodarczych w kolejnych kwartałach stała się niepewność co do skali zacieśnienia fiskalnego w tym kraju. Z kolei strefa euro znajdowała się w recesji. Spowolnienie gospodarcze stało się bardziej widoczne również w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. W gospodarkach wschodzących w III kw. 2012 r. wzrost gospodarczy ustabilizował się na niskim – jak na te kraje – poziomie.

W IV kw. utrzymywały się pozytywne nastroje na rynkach finansowych, czemu sprzyjało dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W omawianym okresie miały jednak także miejsce przejściowe okresy pogorszenia nastrojów, co było w pewnym stopniu związane z niepewnością dotyczącą skali i skutków zacieśnienia fiskalnego w Stanach Zjednoczonych w 2013 r.

Obserwowany w poprzednim kwartale wzrost cen surowców wyhamował, jednak ceny pozostały wysokie.

Dane dotyczące polskiej gospodarki potwierdzały wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej. W szczególności, w III kw. 2012 r. dynamika PKB znacznie się obniżyła, głównie z powodu spadku popytu krajowego, na co złożyło się wyhamowanie wzrostu konsumpcji oraz zmniejszenie wydatków inwestycyjnych. Towarzyszyła temu stagnacja zatrudnienia oraz dalsze silne spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Równocześnie dane miesięczne za IV kw. o hamowaniu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz dalszym spadku produkcji budowlano-montażowej, w połączeniu z wyprzedzającymi wskaźnikami koniunktury sugerowały, że również w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy może pozostać niski. Wskazywała na to także listopadowa projekcja NBP, zgodnie z którą spowolnienie gospodarcze miało być głębsze niż prognozowano w projekcji lipcowej.

Od III kw. inflacja zaczęła się stopniowo obniżać, kształtując się w październiku 2012 r. poniżej górnej granicy odchyień od celu. Obok osłabienia dynamiki cen energii na obniżenie inflacji wpłynął spadek inflacji bazowej związany z obniżającą się presją popytową i kosztową w gospodarce. Można było oczekiwać, że również w kolejnych miesiącach czynniki te będą obniżać inflację. Spadkowi inflacji towarzyszyło stopniowe obniżanie się oczekiwań inflacyjnych. Zgodnie z listopadową projekcją inflacja miała obniżyć się do celu w I połowie 2013 r., a następnie kształtować się poniżej celu.

Rada oceniła, że wobec wyraźnego osłabienia koniunktury gospodarczej w Polsce, presja popytowa w gospodarce pozostanie w nadchodzących kwartałach ograniczona, co stwarzało ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Taką ocenę wspierała także listopadowa projekcja. Rada uznała, że obniżenie stóp procentowych NBP, oddziałując w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej, ograniczy ryzyko trwałego obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego. W związku z tym w listopadzie i grudniu 2012 r. Rada dwukrotnie obniżyła stopy procentowe, łącznie o 0,50 pkt proc., w tym stopę referencyjną z poziomu 4,75% do poziomu 4,25%. Jednocześnie Rada w swoich komunikatach zastrzegła, że dokona dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające dane potwierdzą trwałość spowolnienia, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostanie ograniczone.

\* \* \*

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego była w 2012 r. – podobnie jak w poprzednich latach – komunikacja z otoczeniem, polegająca na przedstawianiu przez Radę informacji o podejmowanych decyzjach wraz z oceną przebiegu procesów gospodarczych wpływającą na te decyzje. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2012 r. nadal należały publikowane cyklicznie: *Raporty o inflacji*, *Informacje po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* (i towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniu Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (Załącznik nr 5), a także publikowane raz w roku: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na 2011 r. i Założenia polityki pieniężnej na rok 2013*<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (Załącznik nr 5) znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które istotnie wpływały na decyzje podejmowane przez Radę w 2012 r.



## Rozdział 3

# INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2012 R.

W 2012 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 zaś poziom oprocentowania operacji depozytowo-kredytowych. Z kolei stopa redyskonta weksli pośrednio wyznaczała oprocentowanie rezerwy obowiązkowej.

Zestaw instrumentów stosowany przez NBP w 2012 r. nie różnił się w istotny sposób od obowiązującego w roku poprzednim. Był on dostosowany do realizowanej przez NBP strategii polityki pieniężnej, a także do utrzymującej się w krajowym sektorze bankowym trwałej nadwyżki płynności. Stosując instrumenty polityki pieniężnej, bank centralny oddziaływał na poziom stóp rynku pieniężnego.

Katalog dostępnych instrumentów polityki pieniężnej umożliwił NBP wprowadzenie w 2012 r. dodatkowych w stosunku do wykorzystywanych w 2011 r. rodzajów operacji. Stosunkowo stabilna sytuacja na krajowych rynkach finansowych w tym okresie nie wymagała jednak od banku centralnego zastosowania tego typu działań.

### **Płynność sektora bankowego w 2012 r.**

W 2012 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach utrzymującej się nadpłynności sektora bankowego<sup>5</sup>. Jej średni poziom w roku wyniósł 96.306 mln zł, tj. o 378 mln zł (0,4%) więcej niż w 2011 r.<sup>6</sup>

W I połowie roku płynność kształtowała się stosunkowo stabilnie, z lekką tendencją malejącą. Druga połowa roku charakteryzowała się systematycznym wzrostem nadpłynności, której średni poziom w grudniu osiągnął 116 040 mln zł.

<sup>5</sup> Nadpłynność sektora bankowego jest to nadwyżka środków pozostająca w sektorze bankowym ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej w okresach jej utrzymywania. Miarą nadpłynności jest saldo następujących operacji NBP: otwartego rynku, typu swap walutowy oraz depozytowo-kredytowych.

<sup>6</sup> Dane dotyczące poziomu nadpłynności zostały podane jako średnie w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Średni poziom nadpłynności w grudniowym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej w 2012 r. był o 25 961 mln zł wyższy od analogicznego poziomu w 2011 r. Na wzrost płynności sektora bankowego wpływ miały: przewaga skupu walut obcych przez NBP nad ich sprzedażą (16 172 mln zł), wpłata części zysku NBP do budżetu państwa (8 205 mln zł), wypłata dyskonta od bonów pieniężnych NBP (4 458 mln zł), wypłata odsetek od rezerwy obowiązkowej (1 276 mln zł). Na ograniczenie płynności sektora bankowego wpływ miały: wzrost poziomu rezerwy obowiązkowej (2 007 mln zł), wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu (1 622 mln zł), spłata kredytów refinansowych (359 mln zł), wzrost depozytów sektora publicznego w NBP (84 mln zł).

### **Stopy procentowe NBP**

Najważniejsze znaczenie w realizacji polityki pieniężnej miała stopa referencyjna NBP. Zmiany w 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. W przypadku depozytów zawieranych na termin O/N ich średni poziom oprocentowania (ważony wartością transakcji) powinien kształtować się w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Pasma wahań oprocentowania tej kategorii depozytów ograniczały poziomy stóp depozytowej oraz lombardowej NBP. Stopa redyskonta weksli pośrednio określała zaś oprocentowanie rezerwy obowiązkowej.

W 2012 r. Rada trzykrotnie dokonywała zmian w poziomie podstawowych stóp procentowych NBP. Do dnia 9 maja 2012 r. kształtowały się one następująco: stopa referencyjna – 4,50%, stopa oprocentowania kredytu lombardowego – 6,00%, stopa depozytowa – 3,00% oraz stopa redyskonta weksli – 4,75%. Od dnia 10 maja 2012 r., w wyniku decyzji Rady, zaczął obowiązywać wyższy – o 25 pb – poziom stóp procentowych NBP. Kolejna zmiana nastąpiła w dniu 8 listopada, po podjęciu przez Radę decyzji o obniżeniu wszystkich stóp procentowych NBP o 25 pb. Ostatnią decyzją Rady w tym względzie, podjętą w 2012 r., była obniżka wszystkich stóp procentowych banku centralnego o kolejne 25 pb od dnia 6 grudnia. W rezultacie wskazanych zmian, na koniec 2012 r. stopy procentowe NBP kształtowały się na następujących poziomach: stopa referencyjna – 4,25%, stopa kredytu lombardowego – 5,75%, stopa depozytowa – 2,75% oraz stopa redyskonta weksli – 4,50%.

### **Operacje otwartego rynku**

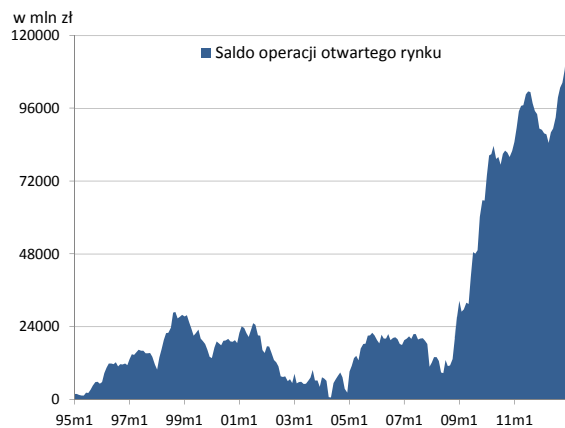
W 2012 r. NBP za pomocą operacji otwartego rynku zarządzał warunkami płynnościowymi w sektorze bankowym. Operacje te przeprowadzane były w skali umożliwiającej kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP<sup>7</sup>. Z uwagi na utrzymywanie się nadpłynności w sektorze bankowym miały one charakter absorbujący i polegały na emisji bonów pieniężnych NBP.

---

<sup>7</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.

**Wykres 3.1**

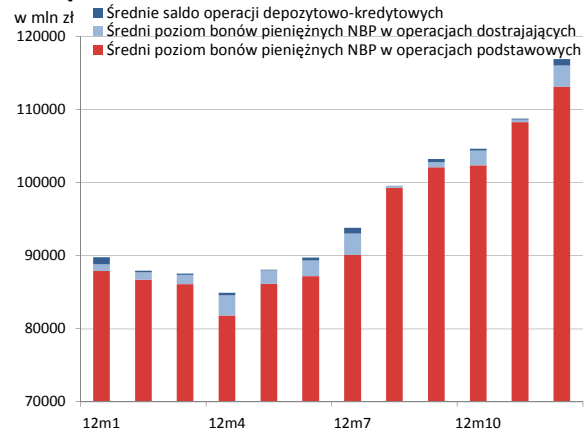
Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995 - 2012.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 3.2**

Instrumenty absorbujące nadpłynność w poszczególnych miesiącach w 2012 r.



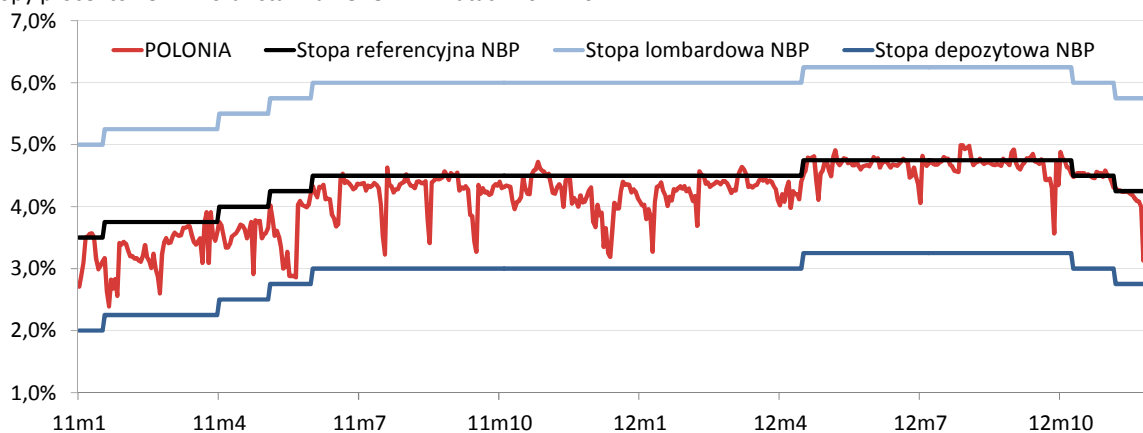
Źródło: Dane NBP.

Operacje podstawowe przeprowadzane były regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Na wszystkich przetargach obowiązywała stała rentowność na poziomie stopy referencyjnej NBP. W 2012 r. średni dzienny poziom emisji bonów w ramach operacji podstawowych wyniósł 94 331 mln zł i był wyższy od średniego poziomu odnotowanego w 2011 r. o 567 mln zł.

Bank centralny emitował również bony pieniężne w ramach operacji dostrajających. Operacje te miały krótszy termin zapadalności niż operacje podstawowe. Przeprowadzane były nieregularnie w 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 2012 r. przeprowadzono 23 operacje dostrajające tj. o 4 mniej niż w roku poprzednim, wszystkie o charakterze absorbującym płynność. Średni dzienny poziom emisji bonów pieniężnych NBP w ramach tego typu operacji wyniósł 1 582 mln zł i był wyższy niż w 2011 r. o 129 mln zł.

**Wykres 3.3**

Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w latach 2011-2012.



Źródło: Dane NBP.

Pomimo utrzymujących się napięć na światowych rynkach finansowych w 2012 r., wpływających na sposób zarządzania płynnością przez banki, stawka POLONIA kształtowała się istotnie bliżej stopy referencyjnej NBP niż w latach poprzednich.

Podobnie jak miało to miejsce w 2011 r., zbliżenie stawki POLONIA do stopy referencyjnej NBP w 2012 r. w znacznej mierze wynikało z kontynuowania oferowania przez NBP, poza operacjami podstawowymi, operacji dostrajających. Przeprowadzanie w ten sposób operacji otwartego rynku przyczyniło się do ustabilizowania oczekiwań uczestników rynku międzybankowego w zakresie kształtowania się warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Banki, zarządzając własną pozycją płynnościową, zakładały, iż bank centralny będzie w stanie bilansować warunki płynnościowe w sektorze bankowym w przeważającej mierze przy wykorzystaniu operacji otwartego rynku. W efekcie, zmniejszyła się skłonność banków do lokowania utrzymywanych buforów płynnościowych w instrumenty o rentowności istotnie niższej od operacji otwartego rynku NBP. Dotyczyło to zwłaszcza niezabezpieczonych lokat dokonywanych na rynku międzybankowym o oprocentowaniu kształtującym się znacznie poniżej stopy referencyjnej NBP, jak również depozytu na koniec dnia oferowanego w każdym dniu roboczym przez NBP.

Średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP ukształtowało się w 2012 r. na poziomie 21 pb<sup>8</sup>. Było ono tym samym ponad dwukrotnie niższe niż w roku poprzednim (43 pb) oraz ponad trzykrotnie niższe w porównaniu do 2010 r. (69 pb). Zmniejszeniu uległa również zmienność indeksu POLONIA mierzona odchyleniem standardowym, kształtująca się na poziomie 21 pb, w porównaniu do 34 pb odnotowanych w 2011 r. oraz 38 pb w 2010 r. W 2012 r. średnie odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP oraz jej zmienność osiągnęły poziom zbliżony do notowanych na krajowym rynku międzybankowym przed wystąpieniem kryzysu na światowych rynkach finansowych.

\* \* \*

Pod koniec 2011 r. Narodowy Bank Polski podjął działania mające na celu stworzenie mechanizmu pozyskiwania informacji o rzeczywistym koszcie finansowania na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych. Przygotowania zostały zakończone w marcu 2012 r., co umożliwiło, począwszy od kwietnia 2012 r., gromadzenie danych na temat transakcji zawieranych pomiędzy bankami. Informacje te przekazywane są w zleceniach płatniczych kierowanych do systemu SORBNET i dotyczą okresu zapadalności lokat składanych przez banki krajowe w innych bankach krajowych oraz ich rentowności. W oparciu o wskazane dane NBP wylicza średnie oprocentowanie niezabezpieczonych lokat międzybankowych o terminach zapadalności na jakie w danym dniu banki zawierały transakcje, co pozwala ocenić rozpiętość oprocentowania indywidualnych transakcji dla danego terminu. Dodatkowo, bank centralny jest w stanie ocenić zróżnicowanie poziomu obrotów dla terminów standardowych.

Stworzenie wspomnianego mechanizmu spowodowało, iż NBP jako jeden z nielicznych banków centralnych zyskał możliwość monitorowania rzeczywistego oprocentowania transakcji zawieranych na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych i porównywania go ze stawkami kwotowanymi przez banki w ramach fixingu WIBID/WIBOR.

---

<sup>8</sup> Średnie odchylenie stawki POLONIA zostało przeliczone wg jednolitej bazy 365 dni w roku.



Na podstawie przeprowadzonych przez NBP analiz można stwierdzić, iż zarówno stawka POLONIA, uwzględniająca jedynie część transakcji na wskazanym rynku o terminie *overnight*, jak również indeksy WIBID/WIBOR, są zbieżne z rzeczywistym oprocentowaniem niezabezpieczonych lokat zawieranych na rynku międzybankowym.

### Rezerwa obowiązkowa

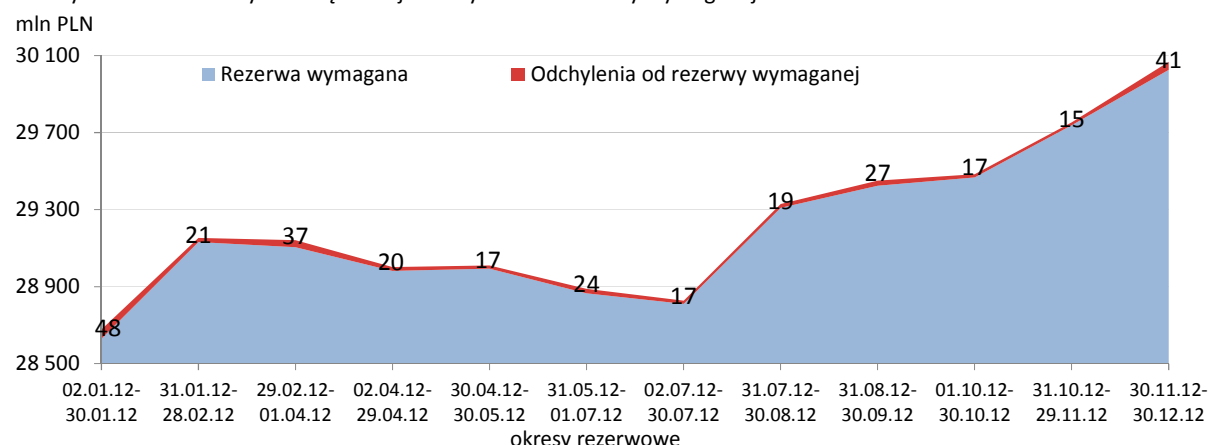
System rezerwy obowiązkowej przyczyniał się do stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Wynika to z jego uśrednionego charakteru, który stwarzał bankom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego, pod warunkiem 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 2012 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 mieszkaniowych oraz na indywidualnych kontach emerytalnych. Od dnia 29 lutego 2012 r. banki mają również prawo wyłączenia z podstawy naliczania rezerwy obowiązkowej środków pozyskanych na podstawie umów o prowadzenie indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego.

#### Wykres 3.4

Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2012 r.



Źródło: Dane NBP.

Rezerwa obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych. Wartość naliczonej rezerwy banki pomniejszały maksymalnie o równowartość 500 tys. euro. Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2012 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 2012 r. ukształtowała się na poziomie 29 918 mln zł i była wyższa o 1 879 mln zł w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2011 r. (wzrost o 6,7%).

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 2012 r. wynosiło 4,37% wobec 4,03% w 2011 r. Wzrost ten wynikał ze zmiany wysokości stopy redyskonta weksli, której średni poziom uległ podwyższeniu z 4,47% w 2011 r. do 4,86% w 2012 r.

W 2012 r. we wszystkich okresach rezerwowych utrzymywała się niewielka nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w porównaniu do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej. Wskazana nadwyżka środków osiągnęła minimalną wartość w listopadzie (15,2 mln zł), natomiast maksymalną odnotowano w styczniu (47,8 mln zł). Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w 2012 r. wyniosła 25,2 mln zł, stanowiąc 0,09% przeciętnego poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej.

Minimalizowaniu różnic pomiędzy rezerwą utrzymywaną a wymaganą w poszczególnych okresach rezerwowych sprzyjało udostępnienie przez NBP instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP (operacje otwartego rynku, w szczególności operacje dostrajające oferowane na koniec okresu rezerwowego, depozyt na koniec dnia, kredyt lombardowy) oraz oprocentowanie środków rezerwy tylko do wysokości rezerwy wymaganej.

W 2012 r. odnotowano jeden przypadek nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej przez bank komercyjny. Wszystkie banki spółdzielcze w 2012 r. utrzymały wymagany poziom rezerwy obowiązkowej.

### **Operacje depozytowo-kredytowe**

Operacje depozytowo-kredytowe miały na celu ograniczenie skali wahań stawki rynkowej *overnight*. Operacje te przeprowadzane były z inicjatywy banków, a głównym ich celem było krótkoterminowe uzupełnianie płynności systemu bankowego bądź lokowanie przez banki nadwyżek wolnych środków na okresy jednodniowe w NBP. W ten sposób bank centralny mógł zapobiegać nadmiernym wahaniom stóp na rynku międzybankowym. Stopa oprocentowania kredytu lombardowego, wyznaczająca maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP, określała górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym. Stopa depozytowa stanowiła natomiast dolne ograniczenie korytarza ich odchyleń.

W 2012 r. banki w niewielkim stopniu korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota jego wykorzystania w skali roku wyniosła 21 mln zł, wobec 173 mln zł w 2011 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego ukształtowało się na poziomie 56 tys. zł.

W 2012 r. banki złożyły depozyt na koniec dnia w NBP ogółem w kwocie 143 mld zł (liczony za dni wykorzystania), tj. o 45,2% niższy w stosunku do złożonego w roku poprzednim. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 393 mln zł wobec 711 mln zł w 2011 r.

### **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 2012 r. bank centralny nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

### **Interwencje walutowe**

W 2012 r. NBP nie przeprowadzał interwencji na rynku walutowym.

### **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 2012 r. dzienne zasilenie banków płynnością operacyjną zamykało się w granicach od 31,4 mld zł do 57,0 mld zł. Wykorzystanie kredytu technicznego wzrosło o 34,5 % w stosunku do 2011 r., co było związane z rozpoczęciem w połowie 2011 r. procesu konsolidacji finansów publicznych.

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 uprzednio zaakceptowanymi przez EBC. W 2012 r. dzienne zasilenie banków płynnością operacyjną w euro wynosiło ok. 10 mln EUR . Wykorzystanie tego kredytu wzrosło o 67,8% w stosunku do 2011 r.



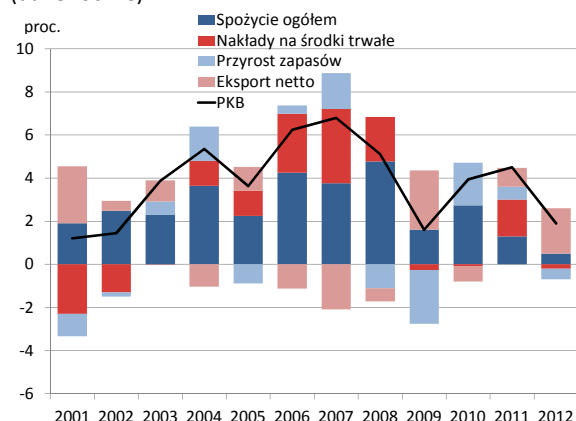
## Załącznik 1

## PKB I POPYT KRAJOWY

W 2012 r. tempo wzrostu PKB ulegało obniżeniu i w całym roku wyniosło 1,9% r/r (wobec 4,5% r/r w 2011 r.). Do ograniczenia dynamiki PKB, szczególnie silnego w II połowie ub.r., przyczyniło się zarówno osłabienie dynamiki spożycia ogółem, jak również pewien spadek inwestycji. Wzrost PKB podtrzymywany był przez relatywnie wysoki wkład eksportu netto wynikający z silniejszego spadku dynamiki importu niż eksportu (Wykres Z.1.1, Wykres Z.1.2, Tabela Z.1.1). Spadek dynamiki eksportu wynikał z niskiego popytu zagranicą, który z kolei – poprzez negatywny wpływ na inwestycje oraz pośrednio również konsumpcję – oddziaływał w kierunku spowolnienia dynamiki popytu krajowego.

Wykres Z.1.1

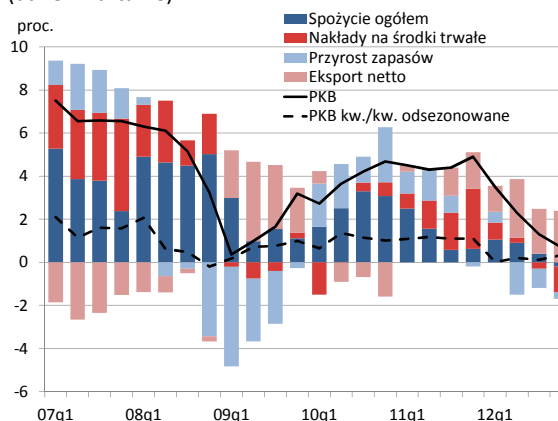
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB (dane roczne).



Źródło: Dane GUS.

Wykres Z.1.2

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Dynamika spożycia indywidualnego, która w I połowie 2012 r. utrzymała się na poziomie zbliżonym do zanotowanego w IV kw. 2011 r., w II połowie ub.r. istotnie się obniżyła. Do osłabienia wzrostu popytu konsumpcyjnego przyczyniła się niska dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, związana ze spowalniającym, w warunkach obniżającej się dynamiki zatrudnienia, wzrostem wynagrodzeń. Ograniczająco na wzrost konsumpcji oddziaływało także spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, w tym spadek kredytów konsumpcyjnych, oraz pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych, w tym w szczególności nasilające się w II połowie 2012 r. obawy przed bezrobociem.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe spowalniała w ciągu całego roku i w II połowie ub.r. była ujemna. Do ograniczenia dynamiki inwestycji przyczynił się przede wszystkim spadek inwestycji

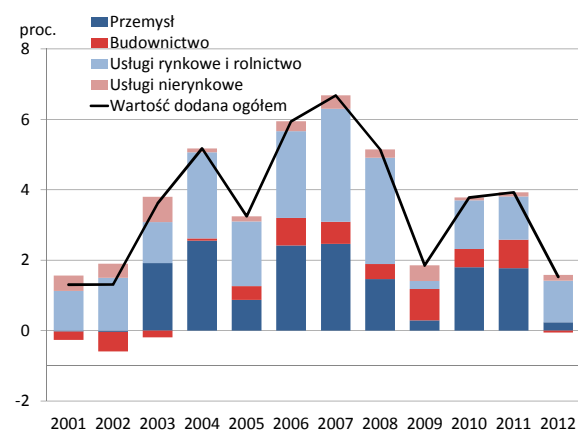
publicznych, któremu towarzyszyło obniżenie dynamiki inwestycji gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Ograniczenie inwestycji publicznych wynikało z zakończenia części inwestycji infrastrukturalnych podjętych w okresie poprzedzającym Mistrzostwa Europy w Piłce Nożnej, a także z działania reguł fiskalnych obniżających możliwości inwestycyjne samorządów terytorialnych. Natomiast spowolnienie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw było prawdopodobnie związane z niekorzystnymi prognozami popytu w warunkach przewidywanego osłabienia koniunktury w kraju i relatywnie niskiego wzrostu gospodarczego za granicą, któremu towarzyszyło pewne pogorszenie sytuacji finansowej firm oraz zaostrzenie przez banki kryteriów w segmencie kredytów długoterminowych dla przedsiębiorstw. Do obniżenia dynamiki inwestycji firm mogło przyczynić się także ograniczone zapotrzebowanie na modernizację ich majątku, wobec znacznych nakładów na ten cel w latach 2010-2011<sup>9</sup>. Z kolei na spowolnienie wzrostu inwestycji mieszkaniowych złożyło się pogorszenie sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, istotne obniżenie limitów cenowych w programie „Rodzina na swoim” oraz zaostrzenie polityki kredytowej banków w segmencie kredytów hipotecznych. Wobec niskiej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe oraz ujemnego wkładu zmiany zapasów do PKB wynikającego z procyklicznego charakteru tej kategorii, akumulacja w 2012 r. obniżyła się wobec 2011 r.

Wielkość spożycia publicznego w 2012 r. nie zmieniła się istotnie wobec 2011 r.<sup>10</sup> Stagnacja spożycia publicznego związana była z działaniami nakierowanymi na ograniczenie nierównowagi w sektorze finansów publicznych, w szczególności z funkcjonowaniem reguły wydatkowej, reguł fiskalnych w jednostkach samorządu terytorialnego oraz zamrożenia płac w sferze budżetowej.

W 2012 r. największy wkład do wzrostu PKB wniósł eksport netto (2,1 pkt proc. wobec 0,9 pkt proc. w 2011 r.). Relatywnie wysoki wkład eksportu netto wynikał z utrzymania wzrostu eksportu przy jednoczesnym silnym ograniczeniu popytu importowego związanym – z jednej strony – ze spowolnieniem wzrostu produkcji eksportowej charakteryzującej się wysoką importochłonnością, a – z drugiej strony – z wyhamowaniem popytu wewnętrznego.

**Wykres Z.1.3**

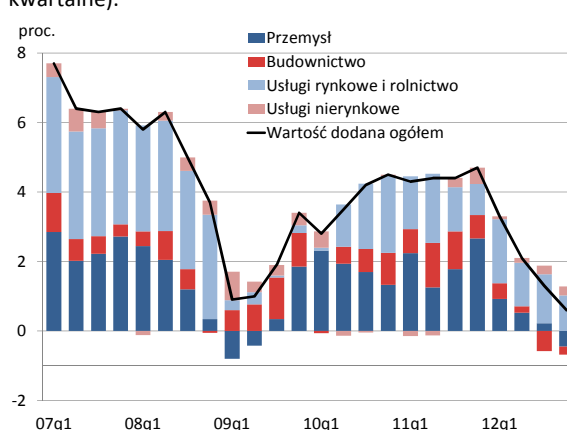
Wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto (dane roczne).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres Z.1.4**

Wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto (dane kwartalne).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>9</sup> Znalazło to odzwierciedlenie w spadku nowo rozpoczynanych inwestycji o charakterze odtworzeniowym.

<sup>10</sup> Kategoria ta miała zerowy wkład do wzrostu PKB.

Dynamika wartości dodanej brutto w 2012 r. obniżyła się wobec 2011 r. (odpowiednio 1,8% r/r wobec 4,5% r/r), na co złożyło się istotne zmniejszenie tempa wzrostu wartości dodanej w przemyśle oraz jej spadek w budownictwie. W konsekwencji najwyższy wkład do wzrostu wartości dodanej brutto wniosły usługi rynkowe i rolnictwo (1,2 pkt proc.), przy znacznie niższym wkładzie przemysłu i usług nierynkowych (po 0,2 pkt proc.) oraz nieznacznie ujemnej kontrybucji budownictwa (-0,1 pkt proc., Wykres Z.1.3, Wykres Z.1.4).

Tabela Z.1. 1

PKB i popyt krajowy.

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

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





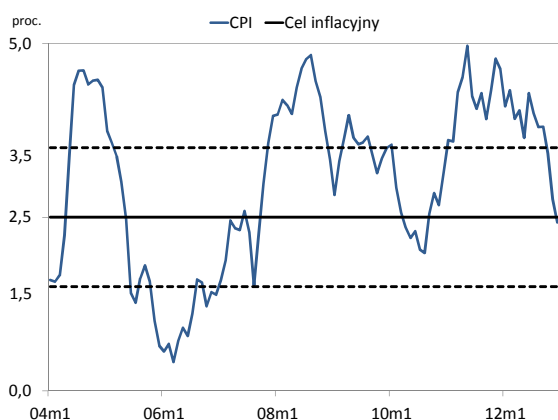
## Załącznik 2

CENY TOWARÓW I USŁUG  
KONSUMPCYJNYCH

W 2012 r. średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyniósł 3,7%, a więc pozostał powyżej celu inflacyjnego NBP określonego na poziomie  $2,5\% \pm 1$  punkt procentowy. Inflacja była jednak niższa niż rok wcześniej (kiedy wyniosła 4,3%) i w ciągu roku znacząco się obniżyła (z poziomu 4,1% w styczniu do 2,4% w grudniu 2012 r.). W efekcie, pod koniec 2012 r. inflacja znalazła się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP (Wykres Z.2.1, Tabela Z.2.1).

Wykres Z.2.1

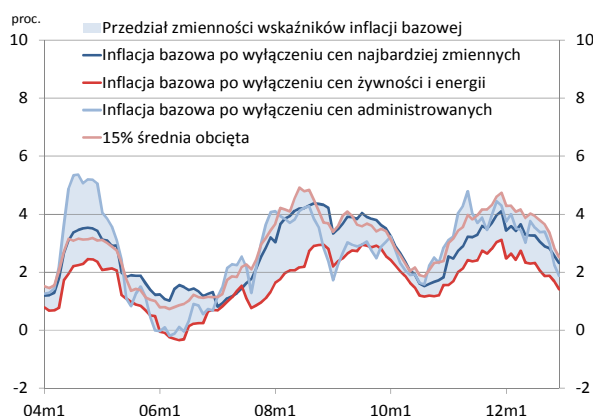
Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego.



Źródło: Dane GUS.

Wykres Z.2.2

Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W kierunku utrzymania podwyższonej inflacji, szczególnie w I połowie 2012 r., oddziaływała stosunkowo wysoka dynamika cen administrowanych – głównie cen nośników energii związana w dużym stopniu z podwyżkami taryf na energię elektryczną, gaz i ciepło w 2011 r. i 2012 r., a także wciąż podwyższona dynamika cen żywności oraz cenowe efekty słabszego niż rok wcześniej kursu złotego. Ograniczająco na inflację, szczególnie w II połowie 2012 r., oddziaływało natomiast wyraźne osłabienie się dynamiki popytu i spadek dynamiki wynagrodzeń, a także następująca wówczas aprecjacja kursu złotego. Ponadto obniżeniu się inflacji w ub.r. sprzyjało wygasanie statystycznych efektów bazy, w tym wygaśnięcie efektu podwyższenia w styczniu 2011 r. stawek podatku VAT.

W 2012 r. obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej, przy czym najsilniej spadła inflacja po wyłączeniu cen administrowanych (Wykres Z.2.2).

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych odzwierciedla kształtowanie się cen czterech głównych kategorii dóbr: energii, żywności i napojów bezalkoholowych, usług oraz towarów (Wykres Z.2.3, Wykres Z.2.4). Dynamika cen wszystkich głównych kategorii dóbr w 2012 r. obniżyła się, choć pozostała powyżej poziomu wieloletniej średniej. Podobnie jak w poprzednim roku, największy wkład do inflacji miały kategorie energia oraz żywność i napoje bezalkoholowe (Wykres Z.2.4.). W 2012 r. dynamika cen w poszczególnych grupach zmieniała się następująco (kategorie zostały wymienione w kolejności odpowiadającej ich wkładowi do wskaźnika CPI ogółem w 2012 r.):

- **Energia:** Mimo spadku w styczniu 2012 r. (wygaśnięcie wpływu podwyżek stawek VAT), w I połowie ub.r. dynamika cen energii pozostała relatywnie wysoka, co wynikało z podwyżek taryf na energię elektryczną, gaz i ciepło, będących efektem wcześniejszych silnych wzrostów cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Natomiast w II połowie roku miało miejsce stopniowe obniżanie się dynamiki cen energii, szczególnie silne w IV kw., częściowo związane ze spadkiem cen ropy naftowej w tym okresie (wobec ich silnego wzrostu w analogicznym okresie 2011 r.). Ponadto w kierunku spadku dynamiki cen energii pod koniec ub.r. oddziaływała aprecjacja złotego. W 2012 r. średnioroczna dynamika cen energii wyniosła 7,9% (wobec 9,1% w 2011 r.).
- **Żywność i napoje bezalkoholowe:** Na początku 2012 r. roczne tempo wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych obniżyło się, w szczególności w efekcie polepszającej się sytuacji podaźowej na rynku zbóż. Równocześnie spadek dynamiki cen analizowanego agregatu był ograniczany przez znaczący wzrost cen niektórych artykułów żywnościowych<sup>11</sup>. W połowie roku nastąpiło przyspieszenie rocznej dynamiki cen żywności związane ze wzrostem dynamiki cen żywności nieprzetworzonej, spowodowanym w szczególności wystąpieniem dodatnich efektów bazy oraz niższymi zbiorami<sup>12</sup>. Pod koniec ub.r., dynamika cen żywności ponownie nieco się obniżyła, czemu sprzyjał wzrost podaży części artykułów żywnościowych<sup>13</sup>. W efekcie w 2012 r. średnioroczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych wyniosła 4,3% (wobec 5,4% w 2011 r.).
- **Usługi:** Spadkowi dynamiki cen usług w 2012 r. sprzyjało – podobnie jak w przypadku większości kategorii dóbr – wygaśnięcie wpływu podwyżki stawek VAT z 2011 r., a także obniżanie się dynamiki popytu. Po spadku w styczniu ub.r. (efekt związany z VAT) dynamika cen usług w kolejnych miesiącach I półroczu pozostawała relatywnie stabilna. W sierpniu tempo wzrostu cen usług istotnie się obniżyło w związku z wystąpieniem ujemnego efektu bazy dotyczącego komunikacji miejskiej oraz abonamentu telefonicznego<sup>14</sup>. W kolejnych miesiącach dynamika cen usług utrzymywała się na stosunkowo niskim poziomie. W 2012 r. średnioroczna dynamika cen usług wyniosła 3,0% (wobec 3,3% w 2011 r.).

<sup>11</sup> W marcu 2012 r. nastąpił wyraźny wzrost cen jaj w efekcie wprowadzenia unijnych regulacji, nakładających na hodowców obowiązek stosowania większych klatek dla kur.

<sup>12</sup> W czerwcu 2012 r. nastąpił istotny wzrost dynamiki cen warzyw. Wzrost ten był wynikiem dodatniego efektu bazy związanego z niską dynamiką tej kategorii cen w 2011 r. wskutek doniesień o zarażeniach bakterią E. Coli.

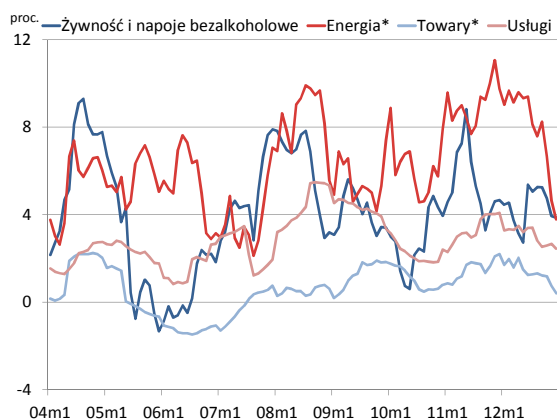
<sup>13</sup> W szczególności wysoka podaź zbóż na rynku krajowym oddziaływała w kierunku spadku dynamiki cen w grupie pieczywo i produkty zbożowe.

<sup>14</sup> W sierpniu 2011 r. miał miejsce silny wzrost cen biletów komunikacji miejskiej oraz abonamentu telefonicznego za telefon stacjonarny i komórkowy.

- Towary: Mimo wygaśnięcia w styczniu 2012 r. efektu związanego z podwyżką podatku VAT, w I półroczu 2012 r. dynamika cen towarów pozostawała relatywnie wysoka. W warunkach słabnącej presji popytowej, w II połowie roku odnotowano natomiast jej stopniowy spadek. Szczególnie silny spadek dynamiki cen towarów, który nastąpił w IV kw. ub.r., był częściowo spowodowany efektem bazy dotyczącym cen artykułów medyczno-farmaceutycznych<sup>15</sup>. Na dość zmienne kształtowanie się dynamiki cen towarów w 2012 r. pewien wpływ miały także efekty związane z innym niż w poprzednim roku rozkładem wzrostu cen wyrobów tytoniowych wskutek wzrostu akcyzy oraz wcześniejszym niż w 2011 r. rozpoczęciem wyprzedaży w grupie odzieży i obuwiu<sup>16</sup>. W 2012 r. średnioroczna dynamika cen towarów wyniosła 1,3% (wobec 1,5% w 2011 r.).

**Wykres Z.2.3**

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

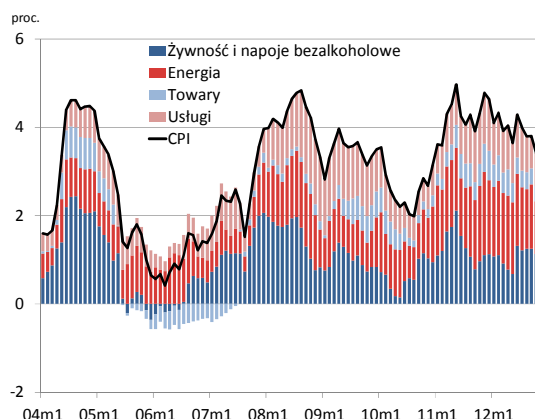


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

**Wykres Z.2.4**

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>15</sup> Silny wzrost cen artykułów medyczno-farmaceutycznych w IV kw. 2011 r. w następstwie wprowadzenia nowej listy leków refundowanych spowodował znaczące spowolnienie dynamiki cen tych artykułów pod koniec 2012 r.

<sup>16</sup> Ze względu na inny niż w poprzednim roku rozkład wzrostów cen związany ze wzrostem akcyzy, w I półroczu 2012 r. dynamika cen wyrobów tytoniowych istotnie wzrosła, a następnie się obniżyła. Natomiast w przypadku odzieży i obuwiu w maju nastąpiło istotne pogłębienie ujemnej dynamiki tych cen, będące efektem innego rozłożenia w 2012 r. terminów rozpoczęcia wyprzedaży w stosunku do 2011 r.

Tabela Z.2.1

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

	Wagi 2012 proc.	Tempo zmian (r/r, w proc.)											
		2012											
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
<b>CPI</b>	<b>100,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>
<b>Inflacja bazowa</b>	<b>58,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>
<b>Towary</b>	29,6	1,7	2,0	1,6	2,0	1,5	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	0,7	0,4
<b>Usługi</b>	28,6	3,3	3,3	3,3	3,5	3,2	3,4	3,4	2,8	2,5	2,6	2,7	2,4
<b>Żywność i napoje bezalkoholowe</b>	<b>24,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
Przetworzona	13,5	6,4	5,7	4,8	4,9	4,5	4,3	4,1	3,7	3,7	3,4	3,1	2,8
Nieprzetworzona	10,7	2,1	3,1	2,5	1,0	0,6	6,7	6,3	7,3	7,4	6,6	5,0	5,3
<b>Energia</b>	<b>17,6</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>	<b>6,7</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>
<b>Nośniki energii</b>	12,6	6,8	6,8	6,9	8,1	8,0	7,9	7,2	6,6	6,4	5,7	5,2	5,1
<b>Paliwa</b>	5,0	14,8	17,2	14,9	13,4	12,7	13,1	10,6	10,2	13,0	9,2	3,2	0,7
		<b>wg 12 grup COICOP</b>											
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,2	4,5	4,5	3,7	3,2	2,7	5,4	5,1	5,3	5,3	4,7	3,9	3,9
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,1	3,6	4,6	4,8	5,0	4,7	4,1	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6
Odzież i obuwie	4,9	-2,1	-1,8	-4,4	-2,6	-4,6	-5,0	-5,1	-5,1	-5,0	-4,6	-4,8	-4,7
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	21,3	6,0	6,0	6,0	6,8	6,6	6,5	6,0	5,6	5,5	5,1	4,8	4,7
Wypożyczenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	4,6	2,6	2,4	2,3	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3	1,9	1,9
Zdrowie	5,0	4,0	4,1	4,2	4,1	3,7	3,6	3,7	3,8	3,4	3,2	1,3	-0,2
Transport	9,1	9,2	10,3	9,3	8,7	8,1	8,2	6,8	6,5	8,0	6,0	3,1	1,1
Łączność	4,3	-0,5	-0,3	-0,3	1,2	2,3	3,3	3,6	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1
Rekreacja i kultura	7,8	0,7	1,4	1,7	1,7	0,6	0,9	1,3	1,3	0,9	0,9	0,7	0,6
Edukacja	1,2	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	4,9	4,7	4,9	2,5	2,7	2,7	2,7
Restauracje i hotele	6,4	3,7	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8
Inne towary i usługi	5,1	3,1	3,0	2,5	2,4	2,5	2,3	2,0	2,1	2,0	1,8	1,8	1,5
		<b>Wkład do CPI (w pp.)</b>											
		2012											
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
<b>CPI</b>	<b>100,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>
<b>Inflacja bazowa</b>	<b>58,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>
<b>Towary</b>	29,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1
<b>Usługi</b>	28,6	0,9	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7
<b>Żywność i napoje bezalkoholowe</b>	<b>24,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Przetworzona	13,5	0,8	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Nieprzetworzona	10,7	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,6
<b>Energia</b>	<b>17,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
<b>Nośniki energii</b>	12,6	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
<b>Paliwa</b>	5,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6	0,5	0,2	0,0
		<b>wg 12 grup COICOP</b>											
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,2	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7	1,3	1,2	1,3	1,2	1,1	0,9	0,9
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Odzież i obuwie	4,9	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Użytkowanie mieszkania i ośniki energii	21,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
Wypożyczenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	4,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zdrowie	5,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0
Transport	9,1	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6	0,3	0,1
Łączność	4,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rekreacja i kultura	7,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Edukacja	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Restauracje i hotele	6,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inne towary i usługi	5,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

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

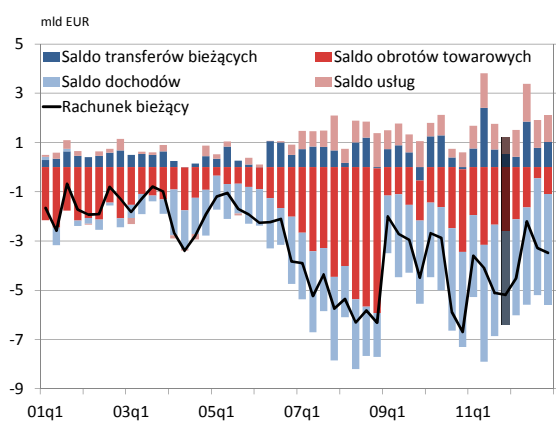
## Załącznik 3

# BILANS PŁATNICZY

W 2012 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 13,5 mld EUR wobec 18,0 mld EUR w 2011 r. Poprawa salda rachunku obrotów bieżących była przede wszystkim wynikiem wyraźnego zmniejszenia deficytu w obrotach towarowych. Ograniczeniu nierównowagi na rachunku obrotów bieżących w 2012 r. sprzyjał również wzrost nadwyżki w usługach. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast dalsze pogłębienie się ujemnego salda dochodów oraz pewne zmniejszenie nadwyżki w transferach bieżących (Wykres Z.3.1, Wykres Z.3.2, Tabela Z.3.1).

**Wykres Z.3.1**

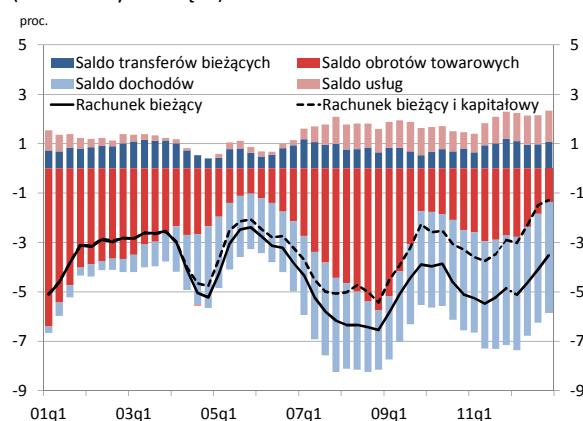
Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

**Wykres Z.3.2**

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



Źródło: Dane NBP.

W 2012 r. nastąpiło wyraźne spowolnienie dynamiki obrotów w handlu zagranicznym Polski. Wobec silniejszego ograniczenia dynamiki importu niż eksportu deficyt na rachunku obrotów towarowych istotnie się zmniejszył (do 5,3 mld EUR wobec 10,1 mld EUR w 2011 r.). Słabnący popyt konsumpcyjny, ograniczenie stanu zapasów, a także niski popyt na dobra pośrednie ze strony sektora eksportowego przełożyły się na wyhamowanie dynamiki importu<sup>17</sup>. Z kolei kształtowanie się eksportu w 2012 r. pozostało pod znacznym wpływem sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych Polski. W szczególności niski wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej, będących kluczowymi odbiorcami polskich towarów, oddziaływał w kierunku ograniczenia tempa wzrostu eksportu, które – choć pozostało dodatnie – było wyraźnie niższe niż średnio w latach poprzednich. Równocześnie spadek dynamiki eksportu w 2012 r. był ograniczany przez utrzymującą się wysoką dynamikę popytu importowego zgłaszanego przez kontrahentów ze Wspólnoty Niepodległych Państw.

<sup>17</sup> Spadek dynamiki importu w 2012 r. był w pewnym stopniu ograniczany przez wzrost cen surowców energetycznych na początku roku, a także aprecjację złotego w ostatnich miesiącach 2012 r.

Poprawie salda na rachunku obrotów bieżących w 2012 r. sprzyjało również zwiększenie nadwyżki w usługach (do 4,8 mld EUR wobec 4,0 mld EUR w 2011 r.). Wzrost nadwyżki w usługach w 2012 r. wynikał przede wszystkim z poprawy salda usług transportowych oraz salda podróży zagranicznych.

W kierunku zwiększenia deficytu obrotów bieżących w 2012 r. oddziaływało natomiast dalsze pogłębienie deficytu na rachunku dochodów (do 17,1 mld EUR wobec 16,4 mld EUR w 2011 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. Przy czym w 2012 r. nastąpiło pewne obniżenie dochodów inwestorów zagranicznych z inwestycji bezpośrednich, przy istotnym wzroście ich dochodów z inwestycji portfelowych.

Nadwyżka w transferach bieżących – choć pozostała wysoka – nieznacznie się obniżyła (do 4,1 mld EUR wobec 4,4 mld EUR w 2011 r.). Spadek nadwyżki oddziaływał w kierunku wzrostu nierównowagi w obrotach bieżących w 2012 r.<sup>18</sup>

**Tabela Z.3. 1**

Główne pozycje bilansu płatniczego (w mln EUR)<sup>19</sup>.

Bilans płatniczy	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>A. Rachunek bieżący</b>	-5 856	-10 425	-19 245	-23 799	-12 152	-18 129	-17 977	-13 480
Saldo obrotów towarowych	-2 508	-5 829	-13 827	-20 928	-5 427	-8 893	-10 059	-5 313
Saldo usług	585	582	3 441	3 475	3 427	2 334	4 048	4 816
Saldo dochodów	-5 490	-7 728	-11 928	-8 685	-11 828	-14 415	-16 381	-17 082
Saldo transferów bieżących	1 557	2 550	3 069	2 339	1 676	2 845	4 415	4 099
<b>B. Rachunek kapitałowy</b>	786	1 666	3 418	4 068	5 080	6 453	7 254	8 545
<b>C. Rachunek finansowy</b>	12 151	10 586	27 621	25 924	24 597	30 936	22 019	16 234
Polskie inwestycje bezpośrednie za granicą	-2 792	-7 137	-4 020	-3 072	-3 335	-5 484	-5 276	644
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce	8 330	15 741	17 242	10 128	9 343	10 507	13 646	2 664
Inwestycje portfelowe: aktywa	-2 008	-3 685	-4 606	1 701	-1 009	-799	527	-314
Inwestycje portfelowe: pasywa	11 797	1 485	-20	-3 655	11 303	20 041	11 415	15 671
Pozostałe inwestycje: aktywa	-2 181	-3 137	-1 321	4 039	3 911	-2 837	-2 507	-1 622
Pozostałe inwestycje: pasywa	-1 132	7 868	21 804	17 527	5 681	10 090	4 614	-3 067
Pochodne instrumenty finansowe	137	-549	-1 458	-744	-1 297	-582	-400	2 258
<b>D. Saldo błędów i opuszczeń</b>	-627	204	-2 414	-8 621	-7 111	-7 767	-6 602	-2 562
Razem A-D	6 454	2 031	9 380	-2 428	10 414	11 493	4 694	8 737
<b>E. Zmiany oficjalnych aktywów rezerwowych</b>	-6 454	-2 031	-9 380	2 428	-10 414	-11 493	-4 694	-8 737

Źródło: Dane NBP.

W 2012 r. obniżeniu deficytu na rachunku obrotów bieżących towarzyszył wyraźny wzrost nadwyżki na rachunku obrotów kapitałowych (do 8,5 mld EUR wobec 7,3 mld EUR w 2011 r.), wynikający z wyższego napływu środków w ramach rozliczania zrealizowanych projektów inwestycyjnych

<sup>18</sup> Spadek nadwyżki w transferach bieżących nastąpił wskutek pogorszenia się dodatniego salda transferów prywatnych. Pogorszenie się salda transferów prywatnych było wynikiem pogłębienia się deficytu w tzw. transferach pozostałych, przy jednoczesnym utrzymaniu się na prawie niezmiennym poziomie nadwyżki w przekazach zarobków z tytułu pracy za granicą.

<sup>19</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.

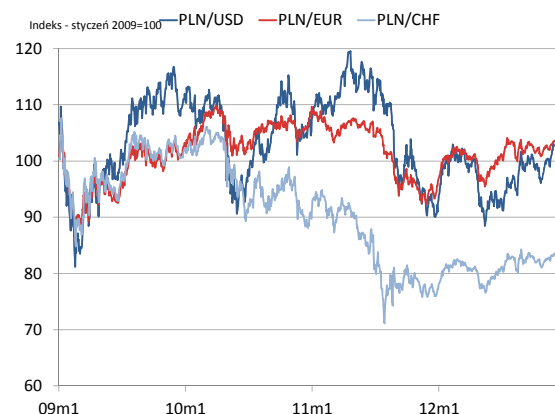
współfinansowanych przez UE. W efekcie łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego istotnie się poprawiło i wyniosło -1,3% PKB (Tabela Z.3.2).

W 2012 r. istotnie obniżył się napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski. W konsekwencji, pomimo znacznego ograniczenia łącznego deficytu na rachunku bieżącym i kapitałowym, jego pokrycie bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi było wyraźnie niższe niż w 2011 r.<sup>20</sup> Z kolei w kierunku zwiększenia nadwyżki na rachunku finansowym oddziaływało zwiększenie dodatniego salda inwestycji portfelowych, co było w znacznej mierze związane ze wzrostem inwestycji nierezydentów w dłużne papiery wartościowe emitowane na rynku krajowym.

W ciągu 2012 r. kurs złotego umocnił się wobec głównych walut (o 9,3% wobec euro, o 8,9% wobec dolara amerykańskiego oraz o 7,7% wobec franka szwajcarskiego; Wykres Z.3.3), choć w ciągu roku notowano okresy przejściowej deprecjacji złotego<sup>21</sup>. Nominalny efektywny kurs złotego (NEER) umocnił się w 2012 r. o 7,9%<sup>22</sup>.

**Wykres Z.3.3**

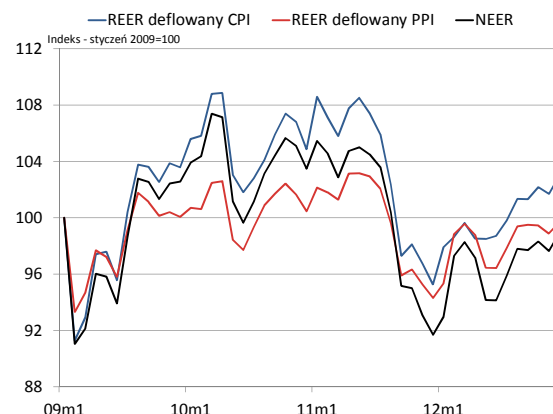
Nominalny kurs złotego względem głównych walut.



Źródło: Dane EcoWin.  
Wzrost oznacza aprecjację.

**Wykres Z.3.4**

Realny i nominalny kurs walutowy.



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

W 2012 r. polepszyła się część wskaźników obrazujących nierównowagę zewnętrzną polskiej gospodarki, przy jednoczesnym pogorszeniu się innych miar (Tabela Z.3.2). W szczególności istotnie zmniejszył się deficyt obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB. Z kolei międzynarodowa pozycja inwestycyjna, po wyraźnej poprawie w 2011 r., w 2012 r. ponownie się pogorszyła.

<sup>20</sup> Na saldo zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce w 2012 r. wpływały transakcje jednostkowe związane ze zjawiskiem kapitału w tranzycie. W szczególności miały one miejsce w I oraz IV kw. ub. r.

<sup>21</sup> Zmiany kursu liczone są jako zmiany średniego kursu w grudniu 2012 r. wobec średniego kursu w grudniu 2011 r.

<sup>22</sup> Kurs w grudniu 2012 r. wobec kursu w grudniu 2011 r.

**Tabela Z.3. 2**

Wybrane wskaźniki stabilności zewnętrznej.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	-2,4	-3,8	-6,2	-6,6	-3,9	-5,1	-4,9	-3,5
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (%)	-2,1	-3,2	-5,1	-5,4	-2,3	-3,3	-2,9	-1,3
Saldo obrotów towarowych/PKB (%)	-1,0	-2,1	-4,4	-5,8	-1,7	-2,5	-2,7	-1,4
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB (%)	-0,8	-1,9	-3,3	-4,8	-0,6	-1,8	-1,6	-0,1
Finansowanie deficytu obrotów bieżących przez inwestycje bezpośrednie brutto (%)	142,2	151,0	89,6	42,6	76,9	58,0	75,9	19,8
Finansowanie deficytu obrotów bieżących i kapitałowych przez inwestycje bezpośrednie (%)	164,3	179,7	108,9	51,3	132,1	90,0	127,3	54,0
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	4,7	3,8	3,9	3,3	5,3	5,4	5,2	5,6
Zadłużenie zagraniczne/PKB (%)	45,9	47,4	50,9	47,9	62,4	66,9	67,2	74,0
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/zadłużenie zagraniczne ogółem (%)	20,4	20,4	26,1	26,9	25,0	24,4	22,4	19,3
Zadłużenie krótkoterminowe/oficjalne aktywa rezerwowe (%)	63,6	71,3	92,6	106,0	88,0	82,6	73,4	64,1
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (%)	-44,2	-46,4	-52,6	-47,5	-61,8	-66,0	-59,3	-69,0

Źródło: Dane GUS i NBP, obliczenia NBP.



## Załącznik 4

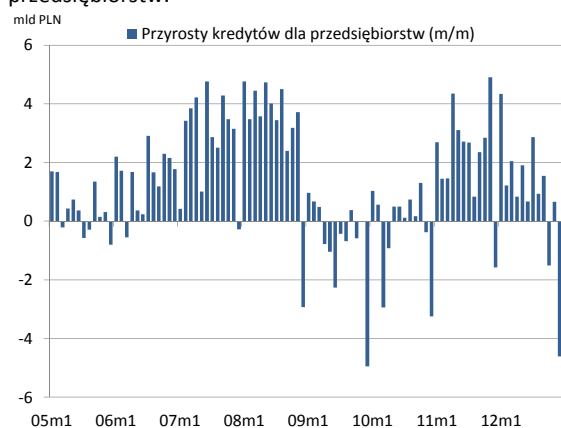
## PIENIĄDZ I KREDYT

W 2012 r. utrzymał się wzrost akcji kredytowej zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla gospodarstw domowych, jednak skala wzrostu obu kategorii kredytów była istotnie niższa niż w 2011 r. i spowalniała w ciągu roku (Wykres Z.4.1, Wykres Z.4.3).

W 2012 r. na obniżenie dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw złożyło się równoczesne osłabienie wzrostu kredytów o charakterze bieżącym oraz inwestycyjnym (Wykres Z.4.2). Do spowolnienia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw mógł się przyczynić spadek dynamiki popytu inwestycyjnego firm oraz deklarowane przez banki zaostrzenie polityki kredytowej.

Wykres Z.4.1

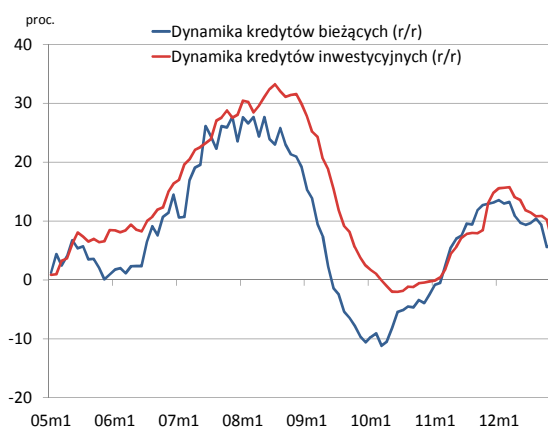
Miesięczne przyrosty nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres Z.4.2

Dynamika kredytów inwestycyjnych i bieżących.



Źródło: Dane NBP.

W 2012 r. banki nadal zaostrzały zarówno kryteria udzielania kredytów, jak i warunki kredytowania przedsiębiorstw, w szczególności zwiększając wymagane zabezpieczenia oraz podnosząc marże i pozaodsetkowe koszty kredytu<sup>23</sup>. Banki uzasadniały zmiany polityki kredytowej przede wszystkim zwiększonym ryzykiem makroekonomicznym związanym z przewidywaną sytuacją gospodarczą.

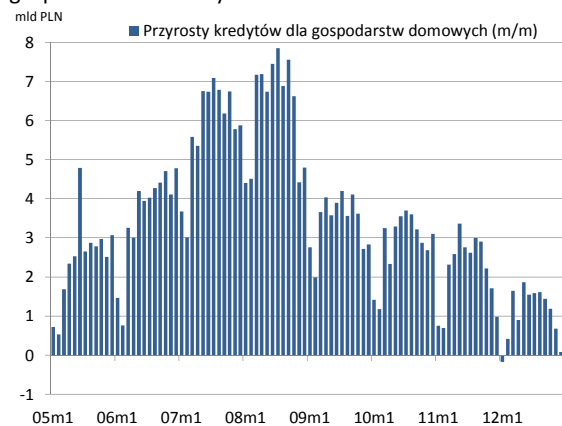
Obniżenie dynamiki akcji kredytowej dla gospodarstw domowych w 2012 r. wynikało ze spowolnienia wzrostu kredytów mieszkaniowych oraz pogłębienia spadku kredytów konsumpcyjnych (Wykres Z.4.4). Do obniżenia tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych przyczyniło się przede

<sup>23</sup> Wyjątek stanowi tu II kw. 2012 r., w którym banki przejściowo złagodziły kryteria oraz większość warunków kredytowania przedsiębiorstw. Złagodzenie polityki kredytowej banków w tym okresie wynikało przede wszystkim z lepszej oceny bieżącej lub oczekiwanej sytuacji kapitałowej banków, wzrostu presji konkurencyjnej oraz przejściowego zmniejszenia ryzyk związanych z przewidywaną sytuacją gospodarczą.

wszystkim obniżenie stanu kredytów w walutach obcych, któremu towarzyszyło pewne spowolnienie przyrostu kredytów złotych. W konsekwencji, w 2012 r. w dalszym ciągu systematycznie wzrastał udział kredytów złotych w kredytach mieszkaniowych ogółem, co oddziaływało w kierunku zwiększenia efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

**Wykres Z.4.3**

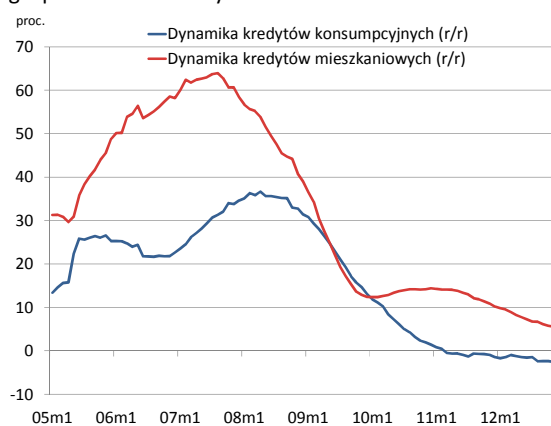
Miesięczne przyrosty nowych kredytów złotych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres Z.4.4**

Dynamika kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wzrost kredytów mieszkaniowych w 2012 r. ograniczany był przez istotne zmniejszenie limitów cenowych w programie „Rodzina na swoim” oraz pogarszającą się sytuację ekonomiczną gospodarstw domowych, następującą w warunkach zaostrzenia polityki kredytowej przez banki oraz pewnego wzrostu oprocentowania kredytów<sup>24</sup>. Banki zaostrzyły zarówno kryteria udzielania kredytów, jak również warunki kredytowania, w szczególności w zakresie kosztów kredytów. W coraz większym stopniu uzasadniały przy tym zmianę polityki kredytowej ryzykiem związanym z przewidywaną sytuacją gospodarczą i niekorzystnymi prognozami sytuacji na rynku mieszkaniowym.

Natomiast w przypadku kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, do ich dalszego spadku przyczyniło się deklarowane przez banki pewne zaostrzenie kryteriów udzielania tego typu kredytów, a w II połowie 2012 r. również spadek popytu na kredyt ze strony gospodarstw domowych. Wobec podwyższenia przez banki marż kredytowych, oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych wzrosło<sup>25</sup>. Zaostrzenie polityki kredytowej banków w zakresie kredytów konsumpcyjnych związane było z rosnącym udziałem kredytów zagrożonych w portfelach banków oraz podwyższonym ryzykiem przyszłej sytuacji gospodarczej.

W 2012 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza (M3) obniżyło się, pozostając jednak nieznacznie powyżej dynamiki nominalnego PKB (Wykres Z.4.5)<sup>26</sup>. Na osłabienie tempa wzrostu pieniądza M3 złożyły się głównie spadek depozytów przedsiębiorstw oraz obniżenie dynamiki depozytów gospodarstw domowych (Wykres Z.4.6). Wobec spowolnienia wzrostu depozytów bieżących, również dynamika bardziej płynnych składowych agregatu M3 zaliczonych do agregatu M1 obniżyła się, pozostając w całym 2012 r. poniżej tempa wzrostu szerokiego pieniądza.

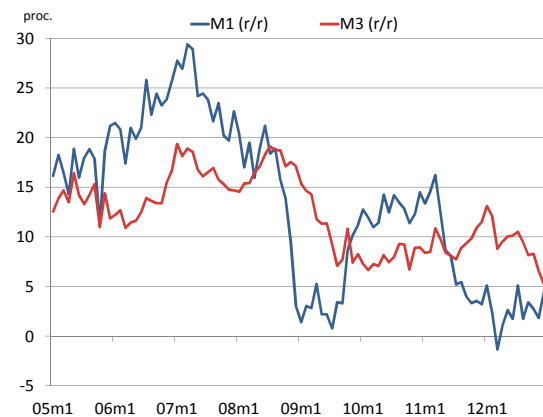
<sup>24</sup> Średnioroczne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w 2012 r. było o 0,4 pkt proc. wyższe niż w 2011 r.

<sup>25</sup> Średnioroczne oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych w 2012 r. było o 0,6 pkt proc. wyższe niż w 2011 r.

<sup>26</sup> W ujęciu transakcyjnym wzrost M3 wyniósł 5,3% (grudzień 2012 r./grudzień 2011 r.) wobec wzrostu nominalnego PKB w 2012 r. o 4,9%.

**Wykres Z.4.5**

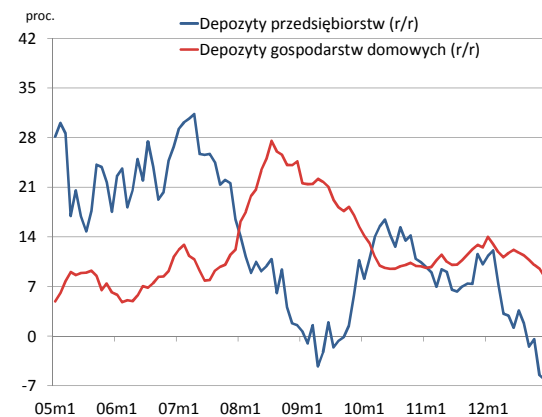
Roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres Z.4.6**

Dynamika depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

W 2012 r. stan depozytów przedsiębiorstw istotnie się obniżył (o 12,5 mld zł)<sup>27</sup>. Przy czym na początku 2012 r. roczna dynamika depozytów firm utrzymała się na stosunkowo wysokim poziomie, jednak w kolejnych kwartałach silnie się obniżała i w IV kw. 2012 r. była ujemna. Spadek depozytów przedsiębiorstw, pomimo wzrostu ich oprocentowania, mógł być związany z pewnym pogorszeniem sytuacji finansowej firm<sup>28</sup>.

Z kolei depozyty gospodarstw domowych w 2012 r. zwiększyły się. Jednak tempo wzrostu depozytów stopniowo spowalniało (zwłaszcza w II połowie 2012 r.), a ich przyrost był istotnie niższy niż w 2011 r. Obniżenie dynamiki depozytów związane było z pogorszeniem sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych. W kierunku ograniczenia skali spadku dynamiki depozytów mógł natomiast oddziaływać pewien wzrost ich oprocentowania<sup>29</sup>.

<sup>27</sup> Był to pierwszy tak istotny spadek wielkości depozytów przedsiębiorstw w skali całego roku. W 2000 r. zanotowano nieznaczny spadek wielkości depozytów (stan depozytów obniżył się o 0,5 mld zł). Natomiast w 2009 r., pomimo utrzymującej się przez część roku ujemnej dynamiki, wielkość depozytów firm wzrosła o 15,9 mld zł.

<sup>28</sup> Średnioroczne oprocentowanie depozytów przedsiębiorstw w 2012 r. było o 0,5 pkt proc. wyższe niż w 2011 r.

<sup>29</sup> Średnioroczne oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych w 2012 r. było o 0,6 pkt proc. wyższe niż w 2011 r.



## Załącznik 5

# OPISY DYSKUSJI NA POSIEDZENIACH DECYZYJNYCH RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2012 R.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 stycznia 2012 r.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście oczekiwanego kształtowania się wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce. Na wzrost i inflację będą silnie wpływać zarówno uwarunkowania zewnętrzne (perspektywy wzrostu za granicą, sytuacja na rynkach finansowych, ceny surowców), jak i czynniki krajowe, a także kształtowanie się kursu walutowego.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady wskazywali, że bieżące dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej, wskazują na wciąż relatywnie wysoki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na stabilny przyrost kredytu – i to mimo wcześniejszego podwyższenia stóp procentowych – jako sygnał utrzymywania się relatywnie dobrej koniunktury. Jednocześnie podkreślano, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać obniżenia się dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Zwracano przy tym uwagę, że niepewność związana z otoczeniem polskiej gospodarki, w tym skala spowolnienia gospodarczego za granicą oraz potencjalne skutki zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych dla polskiej gospodarki, w połączeniu z niepewnością co do tempa i struktury dalszego zacieśnienia krajowej polityki fiskalnej, utrudniają ocenę tego, jak silne będzie osłabienie popytu w Polsce.

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne koniunktury krajowej, członkowie Rady wskazywali, że napięcia na rynkach finansowych związane z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro utrzymują się, a prognozy wzrostu dla tej gospodarki są nadal rewidowane w dół. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że istnieje ryzyko silnego ograniczenia akcji kredytowej w krajach strefy euro, co dodatkowo pogorszyłoby perspektywy wzrostu tego obszaru. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że ryzyko dalszego istotnego pogorszenia prognoz wzrostu dla strefy euro, a w szczególności dla krajów będących ważnymi partnerami handlowymi Polski, jest ograniczone.

Zdaniem niektórych członków Rady napięcia w europejskim systemie bankowym mogą przełożyć się na ograniczenie akcji kredytowej w Polsce. Odnosząc się do ryzyka ograniczenia finansowania krajowej akcji kredytowej przez banki zagraniczne, inni członkowie Rady oceniali jednak, że jest ono niewielkie, a biorąc pod uwagę, iż znaczna część firm finansuje się ze środków własnych lub

bezpośrednio z zagranicy, ewentualne ograniczenie podaży kredytów przez krajowe banki nie powinno przełożyć się na znaczące osłabienie aktywności przedsiębiorstw w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw handlu zagranicznego, część członków Rady argumentowała, że osłabienie kursu złotego, poprzez poprawę konkurencyjności cenowej polskiej produkcji, będzie czynnikiem łagodzącym skutki spadku popytu zagranicznego na eksport z Polski. Inni członkowie Rady wskazywali, że duży udział handlu wewnątrz korporacyjnego w polskim eksporcie powoduje, że wielkość wymiany handlowej jest mało wrażliwa na zmiany kursu walutowego. Większość członków Rady oceniała jednak, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać poprawy salda handlowego Polski i dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Zdaniem części członków Rady osłabienie koniunktury w Polsce może okazać się mniejsze niż dotychczas oczekiwano, na co wskazuje utrzymywanie się relatywnie stabilnej dynamiki produkcji pomimo obniżenia wyprzedzających wskaźników koniunktury. Przemawia za tym także utrzymujący się wzrost kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw oraz szybki przyrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Członkowie ci podkreślali przy tym, że aktywność w strefie euro będzie najniższa w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia, które są jednak stosunkowo mało powiązane z polską gospodarką. Zwracali oni ponadto uwagę na to, że w poprzednich latach polska gospodarka rozwijała się stosunkowo szybko nawet przy słabym wzroście w strefie euro.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że spowolnienie wzrostu gospodarczego może być silniejsze niż wcześniej sądzono. Za realizacją takiego scenariusza, zdaniem tych członków Rady, przemawia pogarszanie się perspektyw inwestycji przedsiębiorstw wraz z oczekiwanym osłabieniem działalności inwestycyjnej sektora publicznego. Jednocześnie będące elementem zacieśnienia fiskalnego zamrożenie płac w sferze budżetowej będzie ograniczało wzrost konsumpcji. Podobny efekt będzie miało utrzymywanie się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie, co może ograniczać wzrost wynagrodzeń w całej gospodarce.

Omawiając przebieg procesów inflacyjnych, zwracano uwagę na większy od oczekiwań wzrost inflacji w listopadzie 2011 r. oraz rewizję w górę prognoz inflacyjnych na najbliższy rok, wynikające w znacznym stopniu z dotychczasowej deprecjacji złotego. Wskazywano, że utrzymywaniu się inflacji na podwyższonym poziomie towarzyszy istotny wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych i przedsiębiorstw.

Część członków Rady podkreślała, że choć inflacja w kolejnych miesiącach powinna zacząć się obniżać, to prawdopodobnie pozostanie dłużej niż dotychczas oceniano powyżej celu inflacyjnego. Wskazywano, że czynnikiem podwyższającym inflację pozostaje wzrost stawek podatków pośrednich oraz cen administrowanych.

Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że kształtowanie się jednostkowych kosztów pracy może słabiej niż w latach ubiegłych ograniczać presję inflacyjną. Ich zdaniem znaczące podniesienie płacy minimalnej, podwyższenie składki rentowej oraz rosnący odsetek długotrwale bezrobotnych, którzy nie stanowią istotnej konkurencji dla pracowników i aktywnie poszukujących pracy, w połączeniu z obniżeniem wydajności pracy wynikającym z oczekiwanego osłabienia koniunktury, będą bowiem oddziaływały w kierunku wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Odnosząc się do zewnętrznych uwarunkowań procesów inflacyjnych, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że czynnikami utrudniającymi znaczące obniżenie inflacji w Polsce w średnim okresie będą trwale podwyższona inflacja za granicą oraz utrzymywanie się wysokich cen surowców związane – ich zdaniem – z silnie ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym ze znaczną nadpłynnością na światowych rynkach finansowych. Oprócz ekspansywnej polityki pieniężnej wysokim cenom surowców będą także sprzyjać: wciąż rosnący popyt ze strony krajów rozwijających się oraz możliwy wzrost napięć politycznych w krajach będących eksporterami surowców. Obniżenie krajowej inflacji będzie dodatkowo utrudniane, zdaniem tych członków Rady, przez słabszy antyinflacyjny wpływ importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania, gdzie wzrost kosztów pracy przewyższa wzrost wydajności pracy i następuje względne umocnienie ich kursów walutowych.

Odnosząc się do dotychczasowej polityki pieniężnej, członkowie Rady oceniali, że dokonane w I połowie 2011 r. podwyżki stóp procentowych NBP, a następnie stabilizacja parametrów polityki pieniężnej w II połowie 2011 r. sprzyjały utrzymaniu stabilności makroekonomicznej. W ostatnich miesiącach 2011 r. nie potwierdziły się wcześniejsze sygnały o istotnym spowolnieniu gospodarczym w Polsce, a jednocześnie nastąpiło podwyższenie inflacji, przez co wzrosło ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu. Niektórzy członkowie Rady byli ponadto zdania, że mimo utrzymania niezmiennych stóp procentowych NBP deprecjacja kursu i wzrost inflacji doprowadziły do złagodzenia warunków monetarnych w ostatnich miesiącach.

Rozważając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy powinny pozostać niezmienione. Przemawia za tym przede wszystkim wysoka niepewność dotycząca aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach. W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady uznała natomiast, że w przypadku utrzymania się relatywnie wysokiego tempa krajowego wzrostu gospodarczego oraz podwyższonej inflacji, a także wysokich oczekiwań inflacyjnych, nie można wykluczyć podwyższenia stóp procentowych NBP. Zwracano uwagę, że w ocenie średniookresowych perspektyw wzrostu i inflacji pomocne będą napływające informacje o aktywności gospodarczej i procesach inflacyjnych w Polsce w najbliższych miesiącach, a także marcowa projekcja NBP.

Większość członków Rady podkreślała, że rozważenie w przyszłości decyzji o podwyższeniu stóp procentowych NBP byłoby uzasadnione w przypadku, gdyby aktywność gospodarcza uległa tylko nieznacznemu osłabieniu, a inflacja nie wykazywałaby wyraźnego trendu spadkowego. Ważnym uwarunkowaniem takiej decyzji byłoby również zakończenie rewizji w dół prognoz wzrostu dla strefy euro. Członkowie ci podkreślali ponadto, że w przyszłych decyzjach dotyczących polityki pieniężnej ważną rolę będzie odgrywała ocena realizacji dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w przypadku silnego osłabienia wzrostu gospodarczego lub istotnego wzmocnienia złotego uzasadnione może okazać się obniżenie stóp procentowych NBP.

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

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lutego 2012 r.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście kształtowania się sytuacji makroekonomicznej za granicą oraz w Polsce, w tym przebiegu procesów inflacyjnych w gospodarce polskiej.

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne zwracano uwagę na dalsze rewizje w dół prognoz wzrostu PKB dla strefy euro, wskazujących obecnie na stagnację w tej gospodarce w 2012 r. Część członków Rady wskazywała przy tym, że dążenie banków do zwiększenia kapitałów własnych stwarza ryzyko dalszego ograniczenia akcji kredytowej w krajach strefy euro, co dodatkowo pogorszyłoby perspektywy wzrostu tego obszaru. Równocześnie wskazywano, że poprawiła się koniunktura w Stanach Zjednoczonych, choć niektórzy członkowie Rady argumentowali, że przyspieszenie konsumpcji, jakie nastąpiło w IV kw. 2011 r., może okazać się przejściowe i w kolejnych kwartałach należy oczekiwać osłabienia wzrostu w gospodarce amerykańskiej.

Analizując sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo utrzymującej się niepewności związanej z kryzysem fiskalnym w niektórych krajach strefy euro, poprawiły się nastroje na światowych rynkach finansowych. Znalazło to odzwierciedlenie w aprecjacji walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że trudno ocenić trwałość umocnienia się polskiej waluty, bo choć kurs równowagi jest najprawdopodobniej nadal silniejszy niż kurs rynkowy, to na kształtowanie się kursu złotego decydujący wpływ mają obecnie czynniki globalne, w tym przede wszystkim zmiany awersji do ryzyka na rynkach finansowych.

Omawiając perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego członkowie Rady wskazywali na sygnały spowalniania aktywności, a w szczególności na obniżanie się dynamiki polskiego eksportu do strefy euro, utrzymywanie się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie oraz osłabienie wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Zdaniem części członków Rady obniżenie krajowej aktywności gospodarczej może być jednak słabsze niż wcześniej oczekiwano, o czym może świadczyć poprawa niektórych wskaźników koniunktury wskazująca na relatywną odporność polskiej gospodarki na pogarszanie się koniunktury za granicą.

Część członków Rady oceniała jednak, że dynamika PKB w Polsce może obniżyć się istotnie, co – ich zdaniem – będzie wynikało z jednej strony z dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej, a z drugiej strony z obniżenia się dynamiki konsumpcji prywatnej w związku z procesem odbudowy oszczędności gospodarstw domowych, po istotnym obniżeniu stopy oszczędności w ostatnim okresie. Równocześnie, zdaniem tych członków Rady, niewielkie obniżenie się stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, znaczny poziom niepewności oraz duży udział w inwestycjach przedsiębiorstw inwestycji odtworzeniowych, których realizację łatwo wstrzymać, powodują, że dalsze przyspieszenie inwestycji jest mało prawdopodobne. Z kolei umocnienie kursu złotego, w sytuacji słabnącej koniunktury za granicą, będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu krajowego PKB.

Odnosząc się do kształtowania się procesów inflacyjnych, członkowie Rady podkreślali, że oczekiwane osłabienie krajowej aktywności gospodarczej – związane zarówno ze spowolnieniem wzrostu w gospodarce światowej, jak i z zacieśnieniem krajowej polityki fiskalnej – będzie sprzyjało



stopniowemu obniżaniu się inflacji. Także umocnienie kursu złotego na początku 2012 r. będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku niższej inflacji. Wskazywano, że presję inflacyjną w kolejnych kwartałach będzie również ograniczał podwyższony poziom bezrobocia i niska presja płacowa.

Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że od roku inflacja w Polsce utrzymuje się powyżej górnej granicy odchyień od celu, tj. 3,5%. Członkowie Rady podkreślali również, że krótkookresowe prognozy NBP wskazują na ryzyko, iż – pomimo pewnego obniżenia inflacji – w całym 2012 r. może się ona utrzymać się powyżej celu inflacyjnego 2,5%. Z kolei długotrwałe utrzymywanie się inflacji powyżej celu – zdaniem niektórych członków Rady – rodzi ryzyko szerszej indeksacji umów, w tym dotyczących wynagrodzeń, co byłoby czynnikiem wzmacniającym uporczywość inflacji i utrudniającym jej obniżenie do poziomu celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali, że podobny efekt może mieć kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw na podwyższonym poziomie.

Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem podwyższającym krajową inflację pozostanie wzrost cen energii. W tym kontekście wskazywano, że utrzymujący się wzrost popytu na ropę w gospodarce światowej, przy ograniczonej skali zwiększenia jej podaży (zwłaszcza biorąc pod uwagę napięcia geopolityczne w rejonach jej wydobycia), mogą oddziaływać w kierunku wyższych cen ropy naftowej także w dłuższym horyzoncie, ograniczając spadek inflacji w Polsce. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że zgodnie z badaniami NBP, wzrost odsetek firm planujących podwyższyć ceny swoich produktów w odpowiedzi na oczekiwany dalszy silny wzrost cen surowców i materiałów. Podwyższyć krajową inflację może również – zdaniem niektórych członków Rady – wzrost inflacji za granicą, w przypadku gdy ekspansywna polityka głównych banków centralnych, w tym kolejne działania podejmowane przez nie w ramach luzowania ilościowego, zaczną przekładać się na globalną presję inflacyjną.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że w obliczu oczekiwanego osłabienia krajowej aktywności gospodarczej, wzrost dochodów budżetowych może być niższy od założonego, co – biorąc pod uwagę planowaną skalę zacieśnienia fiskalnego – stwarza ryzyko podniesienia podatków pośrednich. To z kolei przełożyłoby się na ponowny wzrost poziomu cen w polskiej gospodarce, wydłużając okres utrzymywania się podwyższonej inflacji.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że mimo utrzymania stóp NBP na niezmiennym poziomie w ostatnim okresie, obserwowany wzrost stóp na rynku międzybankowym w IV kw. ub.r. oznaczał zwiększenie restrykcyjności warunków monetarnych w Polsce, w szczególności w połączeniu z aprecjacją kursu złotego na początku 2012 r.

Część członków Rady oceniając poziom realnych stóp procentowych argumentowała jednak, że nie są one wysokie biorąc pod uwagę czynniki strukturalne oraz aktualną sytuację makroekonomiczną w Polsce. Członkowie ci zwracali również uwagę, że całkowity wzrost oprocentowania kredytów dla sektora prywatnego w 2011 r. był – mimo wzrostu stóp na rynku międzybankowym pod koniec 2011 r. – nieco niższy niż skala podwyżek stopy referencyjnej NBP dokonanych przez Radę w pierwszej połowie 2011 r. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dynamika podaży pieniądza rośnie i obecnie kształtuje się na stosunkowo wysokim poziomie.

Rozważając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy powinny pozostać niezmienione. W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady podtrzymała ocenę, że w przypadku utrzymania się relatywnie wysokiego tempa krajowego wzrostu gospodarczego oraz podwyższonej inflacji, a także wysokich oczekiwań inflacyjnych, nie można wykluczyć podwyższenia stóp procentowych NBP. Większość członków Rady wskazywała przy tym, że spadek inflacji wynikający z oczekiwanego osłabienia popytu może okazać się wolniejszy niż dotychczas oceniano. W tym kontekście nadal podkreślano, że w ocenie średniookresowych perspektyw wzrostu i inflacji pomocne będą napływające informacje o aktywności gospodarczej i procesach inflacyjnych w Polsce w najbliższych miesiącach, a także marcowa projekcja NBP.

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

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 marca 2012 r.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej. Rada omawiała kształtowanie się sytuacji makroekonomicznej za granicą oraz w Polsce, w tym przebieg procesów inflacyjnych, a także wyniki marcowej projekcji NBP.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki część członków Rady wskazywała, że opublikowane w ostatnim okresie korzystne dane dotyczące gospodarki Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro przyczyniły się do utrzymania pozytywnych nastrojów na światowych rynkach finansowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że w świetle bieżących danych spowolnienie w strefie euro może okazać się mniejsze niż dotychczas oczekiwano.

Inni członkowie Rady podkreślali, że problemy związane z kryzysem fiskalnym w strefie euro nie zostały rozwiązane, a wdrożenie reguł zawartych w pakcie fiskalnym będzie procesem długotrwałym. Oznacza to, że w przypadku ponownego nasilenia się trudności fiskalnych w niektórych krajach strefy euro poprawa nastrojów na rynkach finansowych może okazać się nietrwała, a perspektywy wzrostu gospodarczego strefy euro gorsze od obecnie ocenianych. W odniesieniu do perspektyw wzrostu gospodarczego członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na brak poprawy perspektyw ożywienia akcji kredytowej banków europejskich, mimo znacznego zasilania jej w płynność przez Europejski Bank Centralny.

Omawiając politykę pieniężną głównych banków centralnych, członkowie Rady wskazywali, że kontynuowana jest ekspansja monetarna poprzez zwiększenie skali dostarczania płynności do systemu finansowego, mimo że inflacja w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii utrzymuje się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego. Zdaniem części członków Rady ekspansywna polityka pieniężna będzie powodować podwyższoną presję na wzrost cen.

Dane dotyczące aktywności gospodarczej w Polsce – w tym dane o produkcji, sprzedaży, akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw – wskazują, że dynamika PKB w I kw. 2012 r. może utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że prognozy na kolejne kwartały, uwzględniające stosunkowo niski poziom większości wyprzedzających wskaźników

koniunktury, przewidują osłabienie krajowego wzrostu gospodarczego, a zwłaszcza konsumpcji. Zwracano przy tym uwagę, że spowolnieniu konsumpcji sprzyja obserwowane zmniejszenie akcji kredytowej dla sektora gospodarstw domowych. Część członków Rady wskazywała ponadto, że aprecjacja kursu złotego – wpływająca przede wszystkim na wielkość importu – będzie oddziaływała w kierunku zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zgodnie z marcową projekcją NBP, mimo prognozowanego znaczącego osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego, luka popytowa może pozostać dodatnia w całym horyzoncie projekcji. Podobnie – stopa bezrobocia ma w horyzoncie projekcji kształtować się poniżej szacowanej w modelu NECMOD stopy bezrobocia równowagi. Inni członkowie Rady podkreślali, że produkt potencjalny, czy stopa bezrobocia równowagi są zmiennymi nieobserwowalnymi, a ich szacunki, jak również wyciągane na ich podstawie wnioski co do stanu gospodarki, należy traktować z odpowiednią ostrożnością.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy członkowie Rady zwracali uwagę, że dane styczniowe o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw mogą być w znacznym stopniu zakłócone czynnikami przejściowymi. Część członków Rada oceniała przy tym, że wciąż podwyższony poziom bezrobocia ogranicza presję płacową i w konsekwencji inflacyjną. Inni członkowie Rady argumentowali, że umiarkowana dynamika płac w ostatnim okresie w połączeniu z podwyższoną od ponad roku inflacją, powodującą wzrost kosztów utrzymania gospodarstw domowych, stwarzają ryzyko zwiększenia się presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że umiarkowana dotychczas dynamika wynagrodzeń w znacznym stopniu związana była ze wzrostem podaży pracy, jednak oczekiwane zahamowanie tego wzrostu może być czynnikiem zwiększającym presję płacową.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych, część członków Rady podkreślała, że inflacja w styczniu obniżyła się silniej niż wskazywały na to prognozy i – w przypadku braku deprecjacji kursu złotego – można oczekiwać jej dalszego stopniowego spadku do końca roku. Członkowie ci zwracali także uwagę na obniżenie się w styczniu inflacji bazowej.

Inni członkowie Rady wskazywali, że – mimo obniżenia – inflacja utrzymuje się znacząco powyżej celu oraz powyżej górnej granicy odchyień od celu, a zgodnie z marcową projekcją NBP również w perspektywie roku inflacja może pozostać powyżej 3,5%. Ponadto w porównaniu z projekcją listopadową wydłużył się prognozowany okres, w którym inflacja może kształtować się na podwyższonym poziomie. Członkowie ci podkreślali także, że do końca horyzontu projekcji na relatywnie wysokim poziomie ma utrzymywać się inflacja bazowa. Zdaniem tych członków Rady ryzykiem dla wyraźnego obniżenia się inflacji jest nadal wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz skutki wprowadzenia pakietu klimatyczno-energetycznego. Członkowie ci argumentowali ponadto, że obecnie trudno ocenić prawdopodobieństwo obniżenia stawek VAT w 2014 r.

Część członków Rady wskazywała, że stopy procentowe są obecnie na relatywnie niskim poziomie, biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną w Polsce, nawet uwzględniając możliwość obniżenia się naturalnej stopy procentowej w wyniku światowego kryzysu finansowego. Członkowie ci oceniali przy tym, że wysoka dynamika agregatów pieniężnych świadczy raczej o niewielkiej skali obniżenia się

naturalnej stopy procentowej w Polsce. Zdaniem tych członków Rady niskie stopy procentowe rodzą ryzyko zwiększenia nieefektywności w gospodarce.

Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że w kontekście wzrostu ekspansji monetarnej za granicą utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie, któremu dodatkowo towarzyszył w październiku ub.r. wzrost stopy WIBOR 3M, a na początku br. aprecjacja złotego, oznacza relatywne zacieśnienie warunków monetarnych w Polsce.

Odnosząc się do decyzji o wysokości stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że – wobec podwyższonej niepewności co do sytuacji gospodarczej na świecie i w Polsce – uzasadnione jest ich utrzymanie na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu. W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady podtrzymała ocenę, że nie można wykluczyć ich podwyższenia w kolejnych miesiącach.

Część członków Rady argumentowała, że utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, w przypadku gdyby oczekiwane spowolnienie gospodarcze w Polsce okazało się znacząco mniejsze niż wcześniej oceniano, a tym samym perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie, mogłyby doprowadzić do utrwalenia się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych i inflacji.

Równocześnie, zdaniem niektórych członków Rady, ewentualne podwyższenie stóp procentowych NBP w najbliższych miesiącach – w sytuacji oczekiwanego osłabienia wzrostu gospodarczego za granicą i w Polsce – rodzi ryzyko, że zacieśnienie polityki pieniężnej doprowadzi do nadmiernego wyhamowania popytu w polskiej gospodarce. W ocenie części członków Rady podwyższenie stóp procentowych NBP powinno nastąpić, gdyby rozpoczęty proces obniżania się inflacji następował zbyt wolno. Zdaniem tych członków Rady ewentualna decyzja o podwyżce stóp procentowych NBP powinna zatem zależeć od tempa obniżania się inflacji w kolejnych miesiącach oraz sygnałów napływających ze sfery realnej polskiej gospodarki.

Z kolei, zdaniem niektórych członków Rady, uwzględniając wyniki marcowej projekcji NBP oraz bilans ryzyk tej projekcji, w połowie 2013 r. inflacja może zbliżyć się do celu, a w 2014 r. ukształtować wyraźnie poniżej celu, przez co podwyżki stóp procentowych NBP mogą nie być uzasadnione.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 kwietnia 2012 r.**

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

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji makroekonomicznej w Polsce część członków Rady wskazywała, że wzrost PKB za granicą w najbliższych kwartałach prawdopodobnie utrzyma się na niskim poziomie. W szczególności zwracano uwagę, że przy braku istotnej poprawy na rynku pracy istnieje ryzyko osłabienia tendencji wzrostowych w Stanach Zjednoczonych, zwłaszcza biorąc pod

uwagę zapowiedziane zacieśnienie polityki fiskalnej. Podkreślano także, że aktywność gospodarcza w strefie euro jest znacząco niższa niż w Stanach Zjednoczonych, choć widoczne jest wyraźne zróżnicowanie sytuacji w poszczególnych krajach. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że mimo niskiego wzrostu gospodarczego w strefie euro, w stosunkowo dobrym stanie znajduje się gospodarka Niemiec, będąca głównym odbiorcą polskiego eksportu.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w wielu krajach inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie. Jest to w znacznym stopniu związane z rosnącymi cenami surowców energetycznych na rynkach światowych, do czego przyczyniają się niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej głównych banków centralnych. Część członków Rady wskazywała, że rosnące ceny surowców pozostaną czynnikiem podwyższającym inflację także w średnim okresie. Wzrost cen surowców wspierany będzie zarówno przez rosnący popyt – zwłaszcza ze strony największych gospodarek wschodzących, jak i przez wzrost produkcji biopaliw.

Omawiając perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego w bieżącym roku część członków Rady oceniała, że osłabienie aktywności w polskiej gospodarce będzie prawdopodobnie mniejsze niż wcześniej oczekiwano, na co mogą wskazywać korzystne dane dotyczące aktywności w pierwszych miesiącach 2012 r. Członkowie ci wskazywali w szczególności, że czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w najbliższych kwartałach pozostanie prawdopodobnie konsumpcja prywatna, choć w warunkach przejściowo niskiego wzrostu dochodów realnych będzie ona w większym stopniu finansowana przez zmniejszenie stopy oszczędności. Niektórzy członkowie Rady argumentowali przy tym, że spadek skłonności do oszczędzania może wynikać z utrzymywania się podwyższonej inflacji, oddziałującej w kierunku zmniejszenia realnej wartości gromadzonych środków. Zdaniem części członków Rady skalę oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego będzie także ograniczał dalszy napływ funduszy unijnych sprzyjający zwiększeniu inwestycji.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika konsumpcji od połowy 2011 r. stopniowo maleje i nie można wykluczyć, że również w kolejnych kwartałach jej wkład do wzrostu PKB będzie się zmniejszał. Członkowie ci argumentowali ponadto, że skłonność firm do inwestowania jest uzależniona od koniunktury za granicą i w sytuacji oczekiwanego słabego wzrostu w gospodarce światowej wkład inwestycji prywatnych do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach również może się obniżyć. Zdaniem tych członków Rady skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce może zatem okazać się znacząca.

Część członków Rady wskazywała jednak, że nawet w przypadku istotnego spowolnienia wzrostu w najbliższych kwartałach, można oczekiwać, iż w 2013 r. wzrost PKB będzie stopniowo przyspieszał. Zdaniem tych członków Rady czynnikami wspierającymi wzrost gospodarczy będzie rosnący popyt sektora prywatnego. Przyspieszeniu konsumpcji w 2013 r. będzie sprzyjać oczekiwane obniżenie się inflacji zwiększające wzrost realnych dochodów do dyspozycji, a przyspieszeniu inwestycji – prognozowana poprawa sytuacji gospodarczej za granicą. Poprawa sytuacji za granicą powinna również przyczynić się do przyspieszenia eksportu w 2013 r. Ponadto skala dalszego zacieśnienia fiskalnego w Polsce będzie prawdopodobnie mniejsza niż w bieżącym roku, co w mniejszym stopniu będzie ograniczać wzrost popytu krajowego w 2013 r.

Omawiając kształtowanie się inflacji członkowie Rady podkreślali, że jej podwyższony poziom – podobnie jak w wielu innych krajach – wynika w znacznym stopniu z oddziaływania czynników

zewnątrznych, w tym z coraz wyższych cen surowców energetycznych na świecie przekładających się na rosnące ceny energii, w szczególności ceny paliw. W lutym istotnie wzrosły także krajowe ceny wyrobów tytoniowych po podniesieniu stawek podatku akcyzowego, co podwyższyło też wskaźnik inflacji bazowej.

Członkowie Rady wskazywali, że w horyzoncie najbliższych miesięcy podwyższona inflacja będzie nadal związana przede wszystkim z wciąż wysoką dynamiką cen energii i żywności. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, w czerwcu 2012 r. – ze względu na mistrzostwa Europy w piłce nożnej – w niektórych miastach Polski można oczekiwać wzrostu cen usług w restauracjach i hotelach, których spadek po zakończeniu Euro 2012 może nie być natychmiastowy. Zdaniem niektórych członków Rady, dodatkowym ryzykiem dla inflacji w krótkim okresie jest możliwy wzrost cen usług i opłat pozostających w decyzji samorządów.

Odnosząc się do oddziaływania kursu walutowego na inflację niektórzy członkowie Rady oceniali, że prawdopodobne umacnianie się kursu równowagi będzie ograniczało antyinflacyjny wpływ aprecjacji kursu złotego na początku 2012 r. na ceny krajowe. Równocześnie członkowie ci podkreślali, że zmiany kursu walutowego są silnie związane z trudnymi do przewidzenia zmianami awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. W tym kontekście wskazywano, że utrzymuje się niepewność co do sytuacji na rynkach finansowych, w szczególności w Europie.

Członkowie Rady podkreślali, że wydłużył się oczekiwany okres, przez który inflacja może pozostać powyżej celu inflacyjnego, co zdaniem większości Rady zwiększa ryzyko jej utrwalenia na podwyższonym poziomie i uzasadnia rozważenie zacieśnienia polityki pieniężnej. Większość członków Rady podkreślała, że – biorąc pod uwagę, iż inflacja pozostaje podwyższona w znacznym stopniu ze względu na czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej – podniesienie stóp procentowych NBP powinno przede wszystkim przeciwdziałać utrwaleniu się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, nasileniu presji płacowej i pojawieniu się efektów drugiej rundy. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że w sytuacji wciąż podwyższonego bezrobocia i dotychczasowego umiarkowanego tempa wzrostu płac oraz kontynuacji zacieśnienia fiskalnego ograniczającego wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest ograniczone.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych część członków Rady podkreślała, że – mimo zacieśnienia polityki pieniężnej w 2011 r. – znajdują się one obecnie na umiarkowanym poziomie, na co wskazuje – ich zdaniem – stosunkowo wysokie tempo wzrostu agregatów monetarnych. Zdaniem tych członków Rady o umiarkowanym poziomie stóp procentowych w Polsce świadczy także porównanie wielkości odchylenia inflacji od celu inflacyjnego oraz szacunków luki popytowej w Polsce i w innych krajach. Jednak zdaniem innych członków Rady na tle bardzo silnie ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych na świecie, luzowania polityki przez banki w krajach rozwijających się oraz utrzymującej się niepewności co do sytuacji gospodarczej za granicą polityka pieniężna NBP nie jest nadmiernie łagodna. Ponadto, niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że jeszcze nie ujawniły się w pełni efekty zacieśnienia polityki pieniężnej dokonanego w I połowie 2011 r. Zdaniem niektórych członków Rady wpływ podwyżek stóp w 2011 r. na obniżenie aktywności gospodarczej wydaje się niewielki.

Część członków Rady wskazywała, że zmniejszenie dostępu gospodarstw domowych do kredytów walutowych zwiększa siłę transmisji podwyżek stóp procentowych NBP na dynamikę kredytu, a przez to na wzrost popytu prywatnego.

Odnosząc się do decyzji o wysokości stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że ograniczona skala oczekiwanego spowolnienia gospodarczego – przy prawdopodobnym utrzymaniu się negatywnego oddziaływania na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej – może nie ograniczyć presji inflacyjnej na tyle by umożliwić powrót inflacji do celu w średnim okresie. Ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu w średnim okresie zwiększają także podwyższone oczekiwania inflacyjne. W związku z tym członkowie Rady uznali, że w najbliższym czasie należy rozważyć zacieśnienie polityki pieniężnej. Zdaniem części członków Rady zacieśnienie powinno nastąpić możliwie najszybciej, stąd uzasadnione jest – ich zdaniem – podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. Większość członków Rady uznała jednak, że ewentualne podwyższenie stóp procentowych powinno być uwarunkowane pełniejszą oceną stanu koniunktury i skali oczekiwanego spowolnienia gospodarczego. Ocena ta będzie możliwa po analizie danych za kolejne miesiące 2012 r. Dane za styczeń i luty mogły bowiem być zaburzone przez czynniki jednorazowe. W związku z tym uznali oni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Natomiast w najbliższym okresie zacieśnienie polityki pieniężnej może być uzasadnione, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce, a jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie.

Zdaniem niektórych członków Rady, jeżeli w kolejnych kwartałach miałyby nastąpić silne spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego związane ze słabą aktywnością za granicą, to zacieśnienie polityki pieniężnej może nie być konieczne.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 maja 2012 r.**

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

Odnosząc się do procesów zachodzących w otoczeniu polskiej gospodarki członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymującą się niepewność co do sytuacji w strefie euro. Część członków Rady argumentowała, że wyniki wyborów we Francji oraz Grecji wskazują na możliwość zmian w polityce gospodarczej tych państw i w związku z tym prawdopodobne jest zmniejszenie poparcia dla restrykcyjnej polityki fiskalnej w części strefy euro. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę na ryzyko nasilenia się zjawisk kryzysowych w części państw strefy euro, co przełożyłoby się na dalsze znaczące osłabienie aktywności w tej gospodarce. Jednocześnie część

członków Rady wskazywała, że choć strefa euro jest w stagnacji, to w przypadku Niemiec – będących głównym partnerem handlowym Polski – oczekiwane jest powolne ożywienie aktywności.

Członkowie Rady podkreślali, że niepewność odnosząca się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki jest podwyższona od dłuższego czasu i należy liczyć się z tym, że pozostanie ona wysoka. Część członków Rady oceniała, że podwyższona niepewność związana z kształtowaniem się procesów gospodarczych w strefie euro i innych krajach rozwiniętych staje się stałym elementem bilansu ryzyk dla inflacji i PKB i z tego względu nie powinien to być czynnik decydujący o kierunku prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że tak wysoka niepewność ogranicza możliwość zmian stóp procentowych.

Omawiając aktywność gospodarczą w Polsce część członków Rady wskazywała, że w marcu istotnie spowolniła produkcja przemysłowa oraz budowano-montażowa, choć dane za poprzednie miesiące wskazują, że w I kw. 2012 r. w Polsce najprawdopodobniej utrzymał się relatywnie wysoki wzrost gospodarczy. Jednocześnie członkowie ci podkreślali, że zgodnie z badaniami koniunktury NBP sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw w I kw. pozostała dobra, w tym zwiększyło się wykorzystanie mocy produkcyjnych, zaś w odniesieniu do II kw. – wzrósł odsetek firm planujących zwiększenie produkcji i zatrudnienia. Również akcja kredytowa dla przedsiębiorstw w pierwszych miesiącach 2012 r. szybko rosła. Utrzymywała się także relatywnie wysoka dynamika złotych kredytów mieszkaniowych, choć łączna dynamika kredytów mieszkaniowych nadal się obniżała. Zdaniem tych członków Rady może to oznaczać, iż skala oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego będzie mniejsza niż dotychczas oceniano. Może się do tego przyczyniać także dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że słaba aktywność za granicą przełoży się na zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w Polsce, natomiast podwyższona inflacja i obniżająca się dynamika zatrudnienia będą czynnikami osłabiającymi popyt konsumpcyjny. Zwracano uwagę, że w kierunku osłabienia popytu konsumpcyjnego oddziałuje także spadek kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali ponadto, że niepewność dotycząca perspektyw kształtowania się zarówno popytu eksportowego, jak i popytu wewnętrznego, stwarza ryzyko silnego obniżenia się aktywności inwestycyjnej firm, a w konsekwencji również silnego osłabienia się wzrostu PKB w Polsce w kolejnych kwartałach.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych część członków Rady zwracała uwagę, że choć inflacja CPI i inflacja bazowa w marcu nieco się obniżyły, to w najbliższym okresie można oczekiwać ponownego wzrostu dynamiki cen. Wzrost inflacji może wynikać w szczególności z podwyżek cen gazu oraz przejściowego wzrostu cen usług restauracji i hoteli (wpływ mistrzostw Europy w piłce nożnej).

Odnosząc się natomiast do perspektyw kształtowania się inflacji w średnim okresie, część członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach najprawdopodobniej utrzyma się oddziaływanie czynników zewnętrznych podwyższających dotychczas inflację w Polsce. Wśród tych czynników wymieniano wysokie ceny surowców na rynkach światowych, będące w dużym stopniu wynikiem rosnącego popytu na energię i żywność ze strony szybko rosnących rynków wschodzących, a także silnie ekspansywnej polityki monetarnej prowadzonej w głównych gospodarkach rozwiniętych. Zdaniem tych członków Rady, wymienione czynniki powodują, że wydłuża się oczekiwany okres, przez który inflacja może pozostać powyżej celu inflacyjnego.



Inni członkowie Rady wskazywali, że jeżeli odnotowany w ostatnim okresie spadek cen ropy utrzyma się – zwłaszcza przy umocnieniu kursu złotego, to inflacja może znacząco obniżyć się do końca 2012 r. Zdaniem tych członków Rady na taką możliwość wskazuje także istotne osłabienie się dynamiki cen producenta, świadczące o niezwiększaniu marż przez firmy.

Odnosząc się do oczekiwań inflacyjnych podkreślano, że choć prognozy inflacji analityków sektora finansowego są w horyzoncie roku zgodne z celem inflacyjnym NBP, to w przypadku gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oczekiwania formułowane są głównie w oparciu o bieżącą inflację. W efekcie oczekiwania sektora prywatnego utrzymują się od dłuższego czasu istotnie powyżej celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady argumentowali przy tym, że – pomimo wciąż podwyższonej stopy bezrobocia – długotrwałe utrzymywanie się wysokich oczekiwań inflacyjnych zwiększa ryzyko, że wpłyną one na kształt umów zawieranych przez przedsiębiorstwa i w efekcie na dynamikę kosztów, w tym kosztów pracy. W tym kontekście zwracano także uwagę na zapowiedzi podwyższenia płacy minimalnej w 2013 r., jako na czynnik mogący zwiększyć presję płacową.

Inni członkowie Rady podkreślali, że wysokie oczekiwania inflacyjne nie przełożyły się dotychczas na wzrost żądań płacowych, o czym świadczy obniżanie się dynamiki funduszu płac. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ograniczeniu presji płacowej sprzyja zamrożenie płac w sektorze publicznym.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej część członków Rady argumentowała, że mimo iż podwyższona inflacja w znacznej mierze wynika z oddziaływania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, to biorąc pod uwagę jej negatywne skutki dla gospodarki należy dążyć do stabilizacji tempa wzrostu cen na niskim poziomie. Członkowie ci wskazywali, że polityka pieniężna powinna być prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać obniżeniu się oczekiwań inflacyjnych. Ponadto członkowie Rady podkreślali, że podejmując decyzje dotyczące stóp procentowych należy kierować się przede wszystkim przewidywaniami co do kształtowania się sytuacji makroekonomicznej w perspektywie 6-8 kwartałów. Zdaniem niektórych członków Rady w tym horyzoncie można oczekiwać przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że biorąc pod uwagę podażowy charakter podwyższonej obecnie inflacji, jej ograniczenie wymagałoby obniżenia aktywności gospodarczej poniżej potencjału. Z kolei zbyt wysokie stopy procentowe mogą nie tylko silnie obniżyć wzrost PKB w horyzoncie kilku kwartałów, ale również w dłuższej perspektywie negatywnie wpłynąć na krajową aktywność gospodarczą.

Odnosząc się do decyzji o wysokości stóp procentowych NBP, większość członków Rady argumentowała, że ograniczona skala oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego, przy utrzymującej się od ponad roku podwyższonej inflacji i prognozowanym jej jedynie powolnym obniżaniu się w perspektywie kolejnych kwartałów, uzasadniały podwyższenie stóp procentowych NBP na majowym posiedzeniu. Zdaniem tych członków Rady od poprzedniego posiedzenia perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie, zwłaszcza biorąc pod uwagę utrzymywanie się istotnego negatywnego wpływu na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej i wciąż podwyższone oczekiwania inflacyjne. Jednocześnie sygnały napływające ze sfery realnej nie wskazywały jednoznacznie na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce. Większość członków Rady podkreślała przy tym, że podwyższenie stóp NBP jest ich

dostosowaniem do aktualnej i przewidywanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i ma na celu zapewnienie dodatniego poziomu stóp realnych. Część członków Rady oceniała jednocześnie, że aby wpłynąć na oczekiwania inflacyjne uzasadnione może być ponowne dostosowanie stóp procentowych NBP.

Inni członkowie Rady argumentowali, że wciąż trudno ocenić skalę oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego i z decyzją o dostosowaniu stóp procentowych NBP należałoby się wstrzymać. Zdaniem tych członków Rady dopiero dane za kolejne miesiące pozwolą określić, czy wyhamowywanie aktywności w gospodarce polskiej będzie silne, czy ograniczone. Członkowie ci oceniali, że w warunkach wysokiej niepewności związanej z sytuacją w otoczeniu Polski oraz kontynuacji zacieśniania polityki fiskalnej, uzasadnione jest utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 czerwca 2012 r.**

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

Analizując sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali na umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, stagnację aktywności w strefie euro i osłabienie wzrostu w części dużych gospodarek wschodzących. Omawiając perspektywy dla strefy euro, zwracano uwagę na nasilenie się obaw o sytuację gospodarczą w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, które przełożyło się na pogorszenie nastrojów i wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Pogorszenie nastrojów przyczyniło się z kolei do deprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym złotego, a także do obniżenia cen surowców na rynkach światowych.

Część członków Rady oceniała, że mimo pogorszenia perspektyw gospodarczych strefy euro, wzrost PKB w krajach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski powinien utrzymać się na wyraźnie dodatnim poziomie. Członkowie ci zwracali jednak uwagę, że osłabienie koniunktury w największych gospodarkach wschodzących, będących ważnymi odbiorcami niemieckiego eksportu, poprzez powiązania handlowe Polski i Niemiec może przełożyć się na dalsze spowolnienie polskiego eksportu.

Odnosząc się do stanu koniunktury w Polsce, podkreślano, że dane, które napłynęły w maju, w tym przede wszystkim dane o PKB i jego strukturze w I kw. 2012 r. potwierdziły, iż aktywność gospodarcza w Polsce stopniowo spowalnia. Wskazywano w szczególności na relatywnie niską dynamikę konsumpcji i jednoczesne obniżenie dynamiki inwestycji oraz eksportu. Ponadto – zdaniem części członków Rady – bieżące dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także znaczna część wskaźników koniunktury pozwalają oceniać, że w II kw. br. wzrost PKB będzie

najprawdopodobniej niższy niż w I kw. Odnosząc się do perspektyw wzrostu w kolejnych kwartałach, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku obniżenia dynamiki PKB będzie w szczególności oddziaływała – obok prawdopodobnego dalszego spadku dynamiki popytu zewnętrznego – kontynuacja zacieśnienia polityki fiskalnej oraz osłabienie konsumpcji, związane z niską dynamiką realnych wynagrodzeń i słabnącym wzrostem kredytów dla gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że spowolnienie wzrostu w polskiej gospodarce może okazać się umiarkowane. Mogą o tym świadczyć niektóre kwietniowe dane, a w szczególności dalszy wzrost akcji kredytowej w segmencie kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw i kredytów mieszkaniowych w złotych, wyhamowanie spadkowego trendu dynamiki produkcji przemysłowej oraz wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wzrost kredytów mieszkaniowych w złotych częściowo wynika ze zmniejszenia popytu na walutowe kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych.

Omawiając perspektywy akcji kredytowej, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że niekorzystnie na podaż kredytów oferowaną przez banki krajowe może wpłynąć pogorszenie sytuacji w sektorze bankowym w strefie euro. Zdaniem tych członków Rady w kierunku ograniczenia podaży kredytów może także oddziaływać zmniejszenie stanu depozytów sektora prywatnego w sektorze bankowym w ostatnich miesiącach, częściowo wynikające z przeniesienia środków do funduszy inwestycyjnych. Inni członkowie Rady podkreślali, że w warunkach utrzymującej się znaczącej nadpłynności sektora bankowego powyższe czynniki nie muszą przełożyć się na ograniczenie akcji kredytowej, która w znacznie większym stopniu uzależniona jest od oceny przez banki ryzyka związanego z sytuacją gospodarczą i zmianami zdolności kredytowej potencjalnych kredytobiorców.

Analizując sytuację na rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę, że dane BAEL za I kw. br. wskazują na obniżenie się rocznej dynamiki liczby pracujących oraz wzrost stopy bezrobocia w ujęciu rocznym. Podobne tendencje widoczne są w miesięcznych danych o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw i bezrobociu rejestrowanym w urzędach pracy. Jednocześnie nastąpiło pewne przyspieszenie wzrostu płac w I kw., które – wobec jednoczesnego obniżenia się dynamiki PKB – doprowadziło do wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Część członków Rady argumentowała jednak, że przyspieszenie wzrostu płac w I kw. mogło być związane z czynnikami jednorazowymi (tj. przesunięciami w wypłacie części wynagrodzeń w związku z podwyżką stawki rentowej), co może potwierdzać obniżająca się od lutego i niska obecnie dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw. Część członków Rady oceniała w związku z tym, że w gospodarce nie następuje nasilenie presji płacowej. Zdaniem niektórych członków Rady ograniczeniu presji płacowej sprzyja także zamrożenie płac w sektorze publicznym. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że od dwóch lat widoczny jest wzrostowy trend dynamiki kosztów pracy w sektorze przedsiębiorstw.

Omawiając ryzyko nasilenia się presji płacowej, wskazywano na utrzymujące się relatywnie wysokie oczekiwania inflacyjne, które – biorąc pod uwagę ich adaptacyjny charakter – również w najbliższych miesiącach mogą pozostać podwyższone. Część członków Rady oceniała jednak, że ryzyko efektów drugiej rundy jest ograniczane przez spowalniający wzrost zatrudnienia i podwyższone bezrobocie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, zwracano uwagę, że w kwietniu wzrosła zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa. Podkreślano przy tym, że podwyższony obecnie poziom inflacji wynika w znacznej mierze z oddziaływania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej. Niektórzy

członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że na tle krajów regionu – w których na inflację oddziałują podobne czynniki zewnętrzne – inflacja w Polsce pozostaje relatywnie wysoka.

Dyskutując na temat krótkookresowych perspektyw inflacji wskazywano, że w najbliższych miesiącach można oczekiwać utrzymania się jej powyżej górnej granicy odchyień od celu. Będzie to spowodowane wciąż wysoką dynamiką cen administrowanych oraz wzrostem rocznej dynamiki cen żywności. Wysoka dynamika cen administrowanych jest częściowo związana ze wzrostem opłat i cen zależnych od decyzji jednostek sektora finansów publicznych. Decyzje te są uwarunkowane działaniami mającymi na celu ograniczenie deficytu tego sektora. Wśród czynników podwyższających inflację w Polsce wskazywano także na osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie związane z pogorszeniem nastrojów na rynkach światowych oraz ryzyko przejściowego wzrostu cen usług w restauracjach i hotelach w niektórych miastach ze względu na mistrzostwa Europy w piłce nożnej.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji w dłuższej perspektywie, część członków Rady podkreślała, że niektóre prognozy wskazują na ryzyko wydłużenia się okresu utrzymywania się inflacji powyżej celu. Członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na stosunkowo wysoką inflację bazową, która również w najbliższych kwartałach może kształtować się na relatywnie wysokim poziomie, co wobec mało prawdopodobnego – ich zdaniem – wyraźnego spadku dynamiki cen energii i żywności będzie utrudniało obniżenie się inflacji CPI do poziomu celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że obserwowany ostatnio spadek cen surowców może okazać się przejściowy, zwłaszcza jeśli się uwzględni napięcia polityczne w rejonach wydobywania niektórych surowców. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że wkład wzrostu cen żywności i energii do inflacji CPI może się w kolejnych kwartałach istotnie zmniejszyć, co w szczególności powinno wynikać z korzystnego dla tych kategorii efektu bazy.

Analizując bieżącą politykę pieniężną, część członków Rady oceniała, że obecny poziom stóp procentowych może być odpowiedni dla utrzymania stabilności cen w średnim okresie, w szczególności biorąc pod uwagę spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie niektórzy członkowie argumentowali, że ewentualne ponowne podwyższenie stóp procentowych – poprzez negatywny wpływ na dynamikę popytu, może utrudnić proces obniżenia relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB i – poprzez wymuszenie dodatkowych działań dostosowawczych w polityce fiskalnej – doprowadzi do nadmiernego ograniczenia wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że – mimo dokonanego dostosowania – obecny poziom stóp procentowych w Polsce może okazać się nieco za niski, aby ograniczyć ryzyko utrzymania się podwyższonej inflacji w średnim okresie, zwłaszcza biorąc pod uwagę ryzyko utrzymania się relatywnie wysokiej inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że zbyt niski poziom stóp procentowych może mieć negatywny wpływ na krajową stopę oszczędności.

Dyskutując na temat decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że na bieżącym posiedzeniu powinny one pozostać na niezmiennym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że biorąc pod uwagę widoczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, podwyższenie stóp NBP na poprzednim posiedzeniu było prawdopodobnie wystarczającym dostosowaniem poziomu stóp procentowych do aktualnej i przewidywanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Taką ocenę wspiera – ich zdaniem – także ryzyko pogorszenia się sytuacji w strefie euro. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w najbliższym okresie uzasadnione może być ponowne dostosowanie poziomu stóp, o ile wydłużyłby się oczekiwany okres utrzymywania się inflacji powyżej celu, a skala

dalszego spowolnienia miała okazać się umiarkowana. Zdaniem większości członków Rady pełniejsza ocena zasadności ewentualnego ponownego podwyższenia stóp powinna uwzględniać dane napływające w najbliższym okresie oraz wyniki lipcowej projekcji makroekonomicznej z modelu NECMOD, jak również innych prognoz.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 lipca 2012 r.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej za granicą i w Polsce, w tym przebiegu procesów inflacyjnych, a także wyników lipcowej projekcji NBP.

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji makroekonomicznej w Polsce, członkowie Rady wskazywali na pojawiające się sygnały osłabienia aktywności w gospodarce światowej. Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych, członkowie Rady zwracali uwagę na umiarkowany wzrost amerykańskiego PKB i możliwość jego spowolnienia w kolejnych kwartałach. Omawiając sytuację w strefie euro wskazywano na stagnację tej gospodarki i utrzymującą się niepewność co do możliwości szybkiego rozwiązania problemów związanych z kryzysem zadłużeniowym części krajów strefy euro. Członkowie Rady podkreślali, że osłabienie koniunktury – widoczne w strefie euro – ma miejsce również w Niemczech, na co wpływ ma spowolnienie w największych gospodarkach wschodzących, będących ważnymi odbiorcami niemieckiego eksportu.

W trakcie dyskusji Rada zwracała uwagę, że osłabienie koniunktury za granicą, a w szczególności w gospodarce niemieckiej, przekłada się na wyraźne zmniejszenie dynamiki polskiego eksportu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że sytuacja w grupie krajowych eksporterów jest zróżnicowana, o czym świadczy wzrost sprzedaży w części firm eksportujących swoje produkty.

Omawiając sytuację na rynkach finansowych, wskazywano, że nasilenie obaw o stan globalnej koniunktury wywołało wzrost oczekiwań inwestorów na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Część członków Rady oceniała przy tym, że niepewność co do zwiększenia skali ekspansji monetarnej w największych gospodarkach i jej skutków, powoduje, iż pewna poprawa nastrojów, która nastąpiła na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie, może być jedynie przejściowa. Zwracano także uwagę, że nadal obniżały się ceny surowców na rynkach światowych.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce, część członków Rady zwróciła uwagę, że bieżące dane o aktywności gospodarczej oraz wskaźniki koniunktury wskazują na dalsze spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że dynamika zarówno produkcji przemysłowej, jak i sprzedaży detalicznej ukształtowała się w II kw. na znacznie niższym poziomie niż w poprzednich kwartałach, a lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej w maju mogły być częściowo związane z mistrzostwami Europy w piłce nożnej. Zdaniem tych członków Rady również pogorszenie się oczekiwań przedsiębiorców co do przyszłej sytuacji gospodarczej, a w szczególności niższe wartości wskaźników prognoz popytu, zamówień i produkcji, świadczy o niekorzystnych

perspektywach krajowej aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że ostatnio napływające dane wskazują raczej na nieznaczne spowolnienie. Członkowie ci zwracali uwagę na pewne przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w maju, które mogło wynikać nie tylko z działania czynników jednorazowych, oraz na wciąż dobrą sytuację finansową firm i poprawę – według badań NBP – wskaźników płynności sektora przedsiębiorstw w II kw. 2012 r. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że na relatywnie dobry stan koniunktury w polskiej gospodarce wskazuje wciąż rosnąca akcja kredytowa, choć negatywnie na podaż kredytów może wpłynąć pogorszenie sytuacji w strefie euro.

Odnosząc się do oceny perspektyw wzrostu PKB w kolejnych kwartałach na tle lipcowej projekcji NBP, część członków Rady podkreślała, że projekcja wskazuje na dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego, przy czym spowolnienie to ma być silniejsze niż prognozowano w marcowej projekcji. W kierunku niższej dynamiki wzrostu ma oddziaływać dalsze osłabienie zarówno popytu zewnętrznego, jak i krajowego. Na słabszy popyt wewnętrzny złoży się – zdaniem części członków Rady – spowolnienie wzrostu inwestycji oraz konsumpcji prywatnej, do czego przyczynić się może brak poprawy sytuacji na rynku pracy, zacieśnienie warunków udzielania kredytów i wcześniejszy silny spadek stopy oszczędności. W kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego ma oddziaływać również zacieśnienie polityki fiskalnej oraz zmniejszenie napływu funduszy unijnych związane w szczególności ze zmniejszeniem inwestycji publicznych. Niektórzy członkowie Rady uznali przy tym, że wzrost gospodarczy w kolejnych latach może kształtować się istotnie poniżej zakładanego w projekcji NBP.

Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wpływ zmniejszenia napływu funduszy unijnych na dynamikę PKB w 2013 r. będzie relatywnie niewielki, podobnie – stosunkowo ograniczony będzie także efekt dalszego zacieśnienia fiskalnego. Równocześnie spodziewane obniżenie się inflacji może – poprzez wzrost dynamiki realnych dochodów do dyspozycji – pozytywnie oddziaływać na dynamikę konsumpcji. W efekcie – po wyraźnym spowolnieniu wzrostu gospodarczego w bieżącym roku – w ciągu 2013 r. wzrost PKB może już stopniowo przyspieszać. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że większość dostępnych obecnie prognoz instytucji zewnętrznych – odmiennie niż lipcowa projekcja NBP – wskazuje, że w 2013 r. wzrost PKB może być wyższy niż w 2012 r.

Omawiając ryzyko nasilenia się presji płacowej, część członków Rady wskazywała, że jest ono ograniczone, o czym świadczy wciąż umiarkowana dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw. Podkreślano również, że utrzymująca się na wysokim poziomie stopa bezrobocia jest czynnikiem przeciwdziałającym ewentualnemu narastaniu presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że wobec utrzymującej się podwyższonej inflacji i związanego z nią wzrostu kosztów utrzymania istnieje ryzyko zwiększenia się żądań płacowych.

Odnosząc się do przebiegu procesów inflacyjnych, podkreślano, że w maju inflacja CPI była wyraźnie niższa od prognoz i zbliżyła się do górnej granicy odchyień od celu. Wskazywano również na spadek inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że na tle krajów UE – w których na inflację oddziałują podobne czynniki zewnętrzne – inflacja w Polsce pozostaje relatywnie wysoka.

Dyskutując na temat krótkookresowych perspektyw inflacji członkowie Rady wskazywali na prawdopodobny wzrost wskaźnika CPI w najbliższych miesiącach wynikający ze statystycznego efektu bazy dotyczącego cen żywności. W nadchodzącym okresie inflacja może być również podwyższana

przez wysoką dynamikę cen administrowanych, częściowo związaną ze wzrostem opłat i cen zależnych od decyzji jednostek sektora finansów publicznych. Zwracano jednocześnie uwagę na znaczną niepewność co do kształtowania się w kursu złotego i jego wpływu na przebieg procesów inflacyjnych.

Odnosząc się do kształtowania inflacji w dłuższej perspektywie, część członków Rady podkreślała, że ścieżka inflacji w lipcowej projekcji znajduje się poniżej ścieżki z projekcji marcowej, co oznacza szybszy niż oczekiwano poprzednio powrót inflacji do celu. Zgodnie z lipcową projekcją NBP pod koniec 2012 r. inflacja CPI będzie kształtować się poniżej górnej granicy odchyień od celu, a w I połowie 2013 r. może znaleźć się w okolicach celu inflacyjnego (2,5%). Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że pod koniec horyzontu projekcji inflacja CPI może obniżyć się nawet poniżej 2,5%, choć pozostanie w granicach wahań wokół celu. Członkowie ci podkreślali, że również prognozy ośrodków zewnętrznych wskazują na spadek inflacji do poziomu bliskiego celowi inflacyjnemu w 2013 r.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że zgodnie z lipcową projekcją inflacja bazowa – przy założeniu jednak, że nie nastąpi obniżka stawek VAT w 2014 r. – pozostanie na relatywnie wysokim poziomie, co może utrudniać obniżenie się inflacji CPI do celu. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, spowolnienie gospodarcze będzie najprawdopodobniej umiarkowane i w związku z tym nie należy oczekiwać istotnego osłabienia presji inflacyjnej.

Rozważając decyzje dotyczące polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że biorąc pod uwagę wskazywane przez projekcję spowolnienie wzrostu gospodarczego i powrót inflacji do celu w horyzoncie kilku kwartałów, stopy procentowe NBP kształtują się obecnie na odpowiednim poziomie. Członkowie ci argumentowali przy tym, że dokonane w maju 2012 r. dostosowanie poziomu stóp procentowych – sprzyjając obniżeniu inflacji – przyczynia się do zachowania stabilności makroekonomicznej gospodarki. Zdaniem tych członków Rady, dane oraz prognozy, z którymi zapoznała się Rada od czasu poprzedniego posiedzenia, nie uzasadniają potrzeby dalszego podwyższania stóp procentowych NBP, choć jej zupełnie nie wykluczają. W ich ocenie obecna, a także prognozowana sytuacja makroekonomiczna, nie uzasadnia obniżenia stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że aktualny poziom stóp procentowych NBP – wobec sygnałów możliwego znaczącego osłabienia się koniunktury i ryzyka obniżenia się inflacji w średnim okresie poniżej celu – jest zbyt wysoki i może doprowadzić do nadmiernego ograniczenia wzrostu gospodarczego. Członkowie ci argumentowali ponadto, że obniżenie stóp – poprzez ograniczenie spowolnienia wzrostu PKB – sprzyjałoby dokonywanemu zacieśnieniu polityki fiskalnej.

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 nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 września 2012 r.**

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

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali na utrzymujący się niski poziom aktywności w gospodarce światowej. Zwracano przy tym uwagę na umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych oraz wyraźnie gorszą sytuację w strefie euro, w szczególności obecną recesję i niekorzystne perspektywy dla tego obszaru gospodarczego. Wskazywano jednocześnie, że – pomimo utrzymującej się recesji w wielu krajach strefy euro – wzrost gospodarczy w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, pozostaje dodatni, choć także spowalnia. Zwracano ponadto uwagę na spowolnienie gospodarcze w największych krajach rozwijających się, do niedawna względnie odpornych na pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych.

Omawiając sytuację na rynkach międzynarodowych, członkowie Rady wskazywali na silny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych spowodowany zakłóceniami podażowymi oraz dalszą poprawą nastrojów inwestorów związaną z oczekiwaniami na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że bieżące dane o aktywności gospodarczej, w tym dane o PKB, a także wskaźniki koniunktury wskazują na silniejsze od zakładanego w projekcji lipcowej i w prognozach ośrodków zewnętrznych spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego w tym roku. Odnosząc się do danych o rachunkach narodowych za II kw., wskazywano, że spowolnienie wzrostu PKB było związane głównie z obniżeniem popytu krajowego. Na jego spadek złożyły się zarówno obniżenie dynamiki konsumpcji, jak i silne spowolnienie wzrostu wydatków inwestycyjnych w sektorze prywatnym oraz spadek inwestycji w sektorze finansów publicznych. Podkreślano, że dodatni wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego wynikał w większej mierze z obniżenia się importu będącego skutkiem spadku popytu krajowego niż ze wzrostu eksportu.

Dyskutując na temat wskaźników charakteryzujących bieżącą sytuację gospodarczą, niektórzy członkowie Rady wskazywali na silniejszy wzrost sprzedaży detalicznej w lipcu niż średnio w II kw. Inni członkowie Rady zwrócili jednak uwagę, że publikowane co miesiąc wskaźniki sprzedaży detalicznej – z uwagi na uwzględnienie w nim sprzedaży jedynie w większych przedsiębiorstwach, tj. zatrudniających powyżej 9 osób – nie są dobrym indykatorem wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych ogółem. Wskazywano, że w lipcu silniej niż średnio w II kw. wzrosła również produkcja przemysłowa, jednak towarzyszyło temu obniżenie produkcji budowlano-montażowej oraz kontynuacja tendencji spadkowej większości wskaźników wyprzedzających koniunktury. Zwracano również uwagę na obniżającą się dynamikę akcji kredytowej, w tym dynamikę kredytów inwestycyjnych, wzrost liczby podmiotów bez zdolności kredytowej oraz pogarszające się wskaźniki finansowe przedsiębiorstw, w tym spadek przychodów i pogorszenie wskaźników płynności.



Odnosząc się do oceny perspektyw wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, część członków Rady podkreślała, że struktura wzrostu PKB w II kw. wskazuje na prawdopodobne dalsze obniżenie dynamiki wzrostu. Na większe prawdopodobieństwo niższej dynamiki PKB w kolejnym roku wskazuje również obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego przez ośrodki zewnętrzne. Zdaniem niektórych członków Rady istnieje ryzyko, że w II półroczu 2012 r. i 2013 r. wzrost gospodarczy w Polsce może kształtować się nawet znacznie poniżej przewidywań z projekcji lipcowej oraz prognoz ośrodków zewnętrznych. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że obserwowane spowolnienie może być bardziej krótkotrwałe, a jego skala będzie w znacznym stopniu uzależniona od sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, która zgodnie z większością prognoz w 2013 r. ulegnie pewnej poprawie.

Zdaniem członków Rady, w kierunku niższego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w szczególności dalsze osłabienie popytu krajowego, który w ostatnich latach był głównym czynnikiem podtrzymującym wzrost gospodarczy. Osłabienie popytu krajowego związane będzie najprawdopodobniej nie tylko ze zmniejszeniem skali inwestycji, ale także ze spowolnieniem wzrostu konsumpcji prywatnej. Na zmniejszenie skali inwestycji złoży się obniżenie nakładów inwestycyjnych w sektorze publicznym w warunkach zacieśnienia fiskalnego oraz prawdopodobnie w sektorze prywatnym w związku z pogorszeniem oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących przyszłej koniunktury. Z kolei do spowolnienia wzrostu konsumpcji może się przyczynić obniżenie dynamiki dochodów do dyspozycji spowodowane pogarszającą się sytuacją na rynku pracy. Wskazywano przy tym, że w II kw. oraz w lipcu stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej, a wzrost zatrudnienia nadal spowalniał. Odnosząc się do perspektyw konsumpcji zwracano także uwagę, że negatywny wpływ na dynamikę spożycia indywidualnego może mieć również pogorszenie się nastrojów konsumentów, spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych oraz zbliżona do zera stopa oszczędzania. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na niekorzystne zjawisko spadku dynamiki lokat gospodarstw domowych w sektorze bankowym.

Dyskutując na temat przebiegu procesów inflacyjnych oraz krótkookresowych perspektyw inflacji, niektórzy członkowie wskazywali, że – po przejściowym wzroście w czerwcu – inflacja CPI w lipcu obniżyła się silniej niż oczekiwano. Członkowie Rady zwracali uwagę na prawdopodobne dalsze obniżenie się rocznego wskaźnika CPI w najbliższych miesiącach wynikające częściowo ze statystycznego efektu bazy. Jednocześnie, w kierunku obniżenia inflacji oddziaływać będzie ograniczona presja płacowa odzwierciedlona w umiarkowanej dynamice płac. Zdaniem części członków Rady, pod koniec 2012 r. inflacja CPI będzie kształtować się poniżej górnej granicy odchyień od celu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że mimo oczekiwanego spadku inflacja do końca br. najprawdopodobniej pozostanie podwyższona, przy czym skala obniżenia inflacji w 2013 r. pozostaje niepewna.

W opinii części członków Rady w nadchodzącym okresie czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku wyższej inflacji może być obserwowany w ostatnich tygodniach wzrost cen surowców żywnościowych i ropy naftowej na rynkach światowych. Zwracano jednocześnie uwagę na znaczną niepewność co do kształtowania się kursu złotego, a co za tym idzie, jego wpływu na przebieg procesów inflacyjnych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na zjawisko ograniczania akcji kredytowej przez zagraniczne banki-matki z ich polskich filii.

Odnosząc się do kształtowania inflacji w dłuższej perspektywie, część członków Rady podkreślała, że możliwy jest szybszy niż dotychczas oczekiwano powrót inflacji do celu, na co może mieć wpływ

silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego. Zdaniem niektórych członków Rady, mimo wzrostu cen ropy naftowej w ostatnim okresie, w 2013 r. w kierunku obniżenia rocznego wskaźnika inflacji będzie oddziaływać także efekt bazy statystycznej wynikający z relatywnie wysokiego poziomu cen paliw w I połowie 2012 r. Zdaniem części członków Rady, w I połowie 2013 r. inflacja znajdzie się prawdopodobnie w okolicach celu inflacyjnego NBP (2,5%). Inni członkowie Rady zwrócili jednak uwagę na znaczną niepewność co do siły negatywnego oddziaływania spowolnienia gospodarczego na inflację, a także na to, że wiele ośrodków zewnętrznych mimo obniżenia prognoz wzrostu gospodarczego prognozuje utrzymanie się inflacji powyżej 2,5% w 2013 r.

Rozważając decyzje dotyczące polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Taką decyzję uzasadniała ich zdaniem niepewność dotycząca skali i trwałości spowolnienia gospodarczego, które będzie determinować kształtowanie się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Zwracano przy tym uwagę na ryzyko utrzymywania się podwyższonej inflacji w kolejnych miesiącach, do czego przyczyni się prawdopodobnie obserwowany wzrost cen surowców na rynkach światowych.

Jednocześnie większość Rady uznała, że informacje, które napłynęły od poprzedniego posiedzenia, w tym pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro i silniejsze od oczekiwań obniżenie dynamiki PKB w II kw. zmieniły obraz sytuacji w gospodarce, w tym ocenę ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu w średnim okresie.

Zdaniem niektórych członków Rady dane, które napłynęły od poprzedniego posiedzenia wskazują, że nie ma potrzeby dalszego podwyższania stóp procentowych NBP, jednak obecnie nie uzasadniają także potrzeby ich obniżenia, gdyż realna stopa procentowa jest dostosowana do perspektyw powrotu inflacji do celu i przewidywanego umiarkowanego wzrostu gospodarczego. Z kolei w opinii części członków Rady ryzyko silniejszego i trwalszego niż oczekiwano spowolnienia gospodarczego wraz z perspektywą powrotu inflacji do celu w 2013 r. może przemawiać za obniżeniem stóp procentowych w kolejnych miesiącach.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że wobec prawdopodobnej kontynuacji znaczącego osłabienia się koniunktury i związanego z nim ryzyka obniżenia się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej poniżej celu, a także w sytuacji ograniczonych możliwości złagodzenia polityki fiskalnej i utrzymującej się niepewności co do sytuacji w strefie euro, uzasadnione jest złagodzenie polityki pieniężnej już na obecnym posiedzeniu.

W efekcie Rada uznała, że rozważy dostosowanie polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje będą potwierdzały dalsze osłabienie koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone. Ocena zasadności ewentualnego dostosowania polityki pieniężnej powinna uwzględniać dane napływające w najbliższym okresie, a także – zdaniem części członków Rady – wyniki listopadowej projekcji NBP.

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 nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 października 2012 r.**

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

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że dane, które napłynęły od wrześniowego posiedzenia, potwierdzają spowolnienie aktywności w gospodarce światowej, w tym kontynuację recesji w strefie euro, jedynie umiarkowany wzrost w Stanach Zjednoczonych i spowolnienie w gospodarkach wschodzących. Zwracano przy tym uwagę, że niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego skłoniły banki centralne największych gospodarek rozwiniętych do dokonania we wrześniu dalszego złagodzenia polityki pieniężnej. Sprzyjało ono poprawie nastrojów na światowych rynkach finansowych. Jednak zdaniem części członków Rady może być ona przejściowa. W szczególności, Europejski Bank Centralny ogłosił wprowadzenie nowego programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, równocześnie kończąc poprzedni program zakupu tych obligacji. Rezerwa Federalna przesunęła deklarowany termin, w którym stopy procentowe powinny być podniesione z końca 2014 r. na połowę 2015 r. i uruchomiła nowy program zakupu sekurytyzowanych papierów wartościowych MBS. Część członków Rady oceniała, że działania podejmowane przez główne banki centralne, powinny przyczynić się do wzrostu aktywności gospodarczej w otoczeniu Polski, zwłaszcza w strefie euro, gdzie można oczekiwać poprawy zaufania konsumentów i inwestorów co do możliwości przewyciężenia skutków obecnego kryzysu.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że wyhamowywanie wzrostu produkcji przemysłowej, dalszy spadek produkcji budowlano-montażowej oraz osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej wskazują na kontynuację spowolnienia krajowego wzrostu PKB. Sygnalizują ją również pogarszające się wskaźniki koniunktury, w tym obniżenie prognoz popytu i zamówień. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na dane mogące świadczyć o ograniczonej skali dalszego spowolnienia aktywności gospodarczej, w tym na pewną poprawę sytuacji płynnościowej firm w III kw. oraz na jedynie niewielki spadek dynamiki akcji kredytowej dla sektora prywatnego (widoczny w danych po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych).

Omawiając stan i perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce część członków Rady podkreślała, że sytuacja na rynku pracy pogarsza się szybciej niż oczekiwano. Wskazali oni na spadek zatrudnienia i niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw, a także stopniowy wzrost bezrobocia. Ich zdaniem niski wzrost realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych, przy braku możliwości dalszego znaczącego obniżenia stopy oszczędności i ograniczonego dostępu do kredytu konsumpcyjnego, będzie ograniczać konsumpcję. Biorąc pod uwagę, że w początkowej fazie światowego kryzysu finansowego konsumpcja była jednym z czynników podtrzymujących wzrost krajowej aktywności gospodarczej, jej obecne wyhamowywanie świadczy – zdaniem tych członków Rady – o ryzyku znaczącego pogorszenia się koniunktury w kolejnych kwartałach. Z kolei pogorszenie perspektyw popytu negatywnie oddziałuje na dynamikę inwestycji, którym nie sprzyja także wzrost wolnych mocy produkcyjnych. Członkowie ci argumentowali ponadto, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać zmniejszenia się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB oraz kontynuacji zacieśnienia polityki fiskalnej. Wpływ powyższych czynników znajduje odzwierciedlenie w rewizjach w dół zewnętrznych prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski na 2013 r.

Część członków Rady oceniała natomiast, że obecnie trudno ocenić skalę dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Zdaniem niektórych z tych członków Rady może ono okazać się niewielkie i stosunkowo krótkotrwałe. W rezultacie wzrost PKB może kształtować się jedynie nieznacznie poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że już w 2013 r. można oczekiwać stopniowego przyspieszania dynamiki konsumpcji i inwestycji, a w efekcie przyspieszania wzrostu PKB. Sprzyjać temu będzie – ich zdaniem – poprawa koniunktury w otoczeniu Polski, której skala może być większa niż oczekiwano przed ogłoszeniem przez główne banki centralne dodatkowych działań zwiększających ekspansywność polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że pozytywny wpływ na ożywienie gospodarcze w kraju będzie miało planowane złagodzenie przez Komisję Nadzoru Finansowego rekomendacji odnoszących się do kredytów dla gospodarstw domowych. Również skala ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych będzie prawdopodobnie mniejsza niż przewidziana w Programie Konwergencji, Aktualizacja 2012.

Omawiając kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że dynamika cen stopniowo się obniża, choć wciąż pozostaje powyżej celu inflacyjnego NBP, a także powyżej górnej granicy odchylenia do celu. Wskazywano, że podwyższony poziom inflacji wynika w znacznym stopniu z oddziaływania czynników podażowych, pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, przy obniżającej się stopniowo inflacji bazowej. Część członków Rady podkreślała, że osłabienie aktywności gospodarczej, któremu towarzyszy obniżanie się presji płacowej i zatrudnienia, znacząco ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy i powinno sprzyjać spadkowi inflacji w perspektywie kilku kwartałów.

Część członków Rady oceniała jednak, że czynnikiem ryzyka dla osiągnięcia celu inflacyjnego pozostają ceny surowców na rynkach światowych, których dalszy wzrost może być w szczególności wspierany przez skutki silnie ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne. Członkowie ci argumentowali, że – biorąc pod uwagę, iż oczekiwane obniżenie się inflacji ma być w znacznym stopniu związane z niższą dynamiką cen żywności i energii, a więc kategorii cen uzależnionych od kształtowania się globalnych cen surowców – czynnik ten może ograniczyć skalę spadku inflacji. Znalazło to odzwierciedlenie w pewnym podwyższeniu części krótkookresowych prognoz inflacji sporządzanych w NBP. Członkowie ci wskazywali również, że prognozy te (mające horyzont dwunastomiesięczny) nie wskazują obecnie na ryzyko wyraźnego obniżenia się inflacji poniżej celu w ich horyzoncie.

Inni członkowie Rady argumentowali, że dynamika światowych cen surowców powinna się obniżyć. Przemawia za tym osłabianie wzrostu popytu na surowce ze strony największych gospodarek wschodzących. Stopniowo spowalniający wzrost gospodarczy w tych krajach sprawia, że – wobec już wysokiego poziomu cen surowców – utrzymanie dotychczasowej dynamiki tych cen jest mało prawdopodobne. Zdaniem tych członków Rady kształtowanie się cen surowców na rynkach globalnych będzie zatem czynnikiem sprzyjającym obniżeniu się inflacji w 2013 r. Wskazywano ponadto, że na spadek inflacji wskazują wszystkie dostępne prognozy makroekonomiczne, w tym lipcowa projekcja NBP, zgodnie z którą inflacja ma osiągnąć poziom zbliżony do 2,5% w I połowie 2013 r., a następnie obniżyć się poniżej celu. Członkowie ci podkreślali, że ryzyko spadku inflacji istotnie poniżej 2,5% jest obecnie większe niż oceniano w lipcu, ze względu na silniejsze niż przewidywano pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego i sytuacji na rynku pracy.

Podczas dyskusji członkowie Rady zwracali także uwagę na kwestię kształtowania się kursu walutowego. Część członków Rady argumentowała, że obecnie decydujące znaczenie dla kształtowania się kursu złotego ma ocena inwestorów dotycząca perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady wskazywali, że na zmiany kursu wpływać może również poziom dysparytetu stóp procentowych w Polsce względem strefy euro.

Rozważając decyzje dotyczące polityki pieniężnej, część członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone. Zdaniem tych członków Rady oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego istotnie poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego stwarza ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu w dłuższej perspektywie, co uzasadnia złagodzenie polityki pieniężnej. Ponadto prognozowany spadek inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym w najbliższych kwartałach powoduje, że realne stopy procentowe deflowane oczekiwaną inflacją – nawet po ich obniżeniu – pozostałyby wyraźnie dodatnie, natomiast obecnie są one relatywnie wysokie na tle innych krajów. Złagodzenie polityki pieniężnej uzasadniają – zdaniem tych członków Rady – także prawdopodobne utrzymanie się niskiej aktywności za granicą i kontynuacja zacieśniania krajowej polityki fiskalnej w 2013 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że silne spowolnienie gospodarcze może utrudnić proces obniżania deficytu sektora finansów publicznych, co może przyczynić się do osłabienia kursu złotego i podwyższyć inflację. Stąd uważali oni, że aby ograniczyć ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego należy dokonać relatywnie szybkiego złagodzenia polityki pieniężnej.

Inni członkowie Rady uznali, że ewentualne obniżenie stóp procentowych powinno uwzględniać ocenę średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, jaka wyłoni się z listopadowej projekcji NBP. Część członków Rady wskazywała przy tym, że obecny poziom stóp może być odpowiedni, aby umożliwić powrót inflacji do celu w perspektywie kilku kwartałów, a ich obniżenie w sytuacji utrzymującej się słabej koniunktury za granicą może mieć ograniczony wpływ na ożywienie krajowej aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że utrzymuje się ryzyko silnego, negatywnego wstrząsu w otoczeniu polskiej gospodarki, którego akomodacja poprzez wzrost konsumpcji prywatnej lub ekspansywną politykę fiskalną zależy od wielkości oszczędności w gospodarce. Biorąc pod uwagę bardzo niską obecnie stopę oszczędności gospodarstw domowych oraz wciąż nadmierny deficyt sektora finansów publicznych, obniżenie stóp procentowych oddziaływałoby w kierunku dodatkowego zmniejszenia skłonności do oszczędzania, osłabiając możliwość akomodacji ewentualnego negatywnego wstrząsu w przyszłości.

Większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie, jednak jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, to Rada dokona złagodzenia polityki pieniężnej.

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 nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 listopada 2012 r.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście wyników listopadowej projekcji inflacji i PKB oraz bieżącej i spodziewanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Analizując uwarunkowania zewnętrzne zauważano, że dane, które napłynęły od październikowego posiedzenia, wskazują na brak poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że perspektywy wzrostu gospodarczego Niemiec, będących głównym partnerem handlowym Polski, pozostają korzystniejsze niż innych krajów strefy euro, co wynika z silnych powiązań gospodarki niemieckiej z szybciej – jak dotychczas – rosnącymi rynkami wschodzącymi. Część członków Rady podkreślała natomiast, że uwarunkowania zewnętrzne wpływają na sytuację gospodarczą w Polsce nie tylko poprzez kanał handlowy. Stąd niekorzystna sytuacja w strefie euro może przyczynić się do ograniczenia aktywności gospodarczej w Polsce w większym stopniu niż wynikałoby to jedynie z oddziaływania kanału handlowego.

Omawiając bieżącą sytuację i perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce, zwracano uwagę, że spadek produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także pogłębienie spadku produkcji budowlano-montażowej sygnalizują głębsze od wcześniej oczekiwanego spowolnienie gospodarcze.

Podkreślano, że na ryzyko utrwalenia spowolnienia gospodarczego w Polsce wskazuje listopadowa projekcja NBP. Zwracano uwagę, że obecnie prognozowana dynamika PKB w kolejnych latach jest niższa niż prognozowano w lipcowej projekcji, a rewizja ta wynika z obniżenia prognoz inwestycji i konsumpcji. Rada zgodziła się z oceną z projekcji, że w kierunku niższej niż wcześniej przewidywano dynamiki PKB będą oddziaływać oba te czynniki.

Do niskiej dynamiki konsumpcji przyczyni się według Rady utrzymanie niskiego tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz zawężone możliwości dalszego spadku stopy oszczędności, w tym wynikające z ograniczenia akcji kredytowej. W kierunku niskiej dynamiki dochodów do dyspozycji oddziaływać będzie postępujące pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz obniżenie przekazów pieniężnych od emigrantów do Polski. Podkreślano, że w poprzedniej fazie światowego kryzysu finansowego korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych pomogła podtrzymać wzrost konsumpcji oraz zaabsorbować szok związany ze wzrostem kosztów obsługi kredytów walutowych na skutek deprecjacji złotego. Zwracano także uwagę, że wzrostowi konsumpcji w 2009 roku sprzyjał ponadto dodatni impuls fiskalny, podczas gdy w nadchodzących kwartałach będzie prawdopodobnie kontynuowane zacieśnienie fiskalne.

Z kolei na dynamikę inwestycji – w ocenie Rady – będą negatywnie oddziaływać niekorzystne perspektywy popytu oraz pogarszające się nastroje podmiotów gospodarczych, a także wyczerpywanie się funduszy unijnych z perspektywy finansowej UE 2007-2013. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw jest obecnie korzystna, co – gdyby poprawiły się perspektywy popytu – mogłoby spowodować przyspieszenie dynamiki inwestycji tego sektora.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że wzrost gospodarczy w 2012 r. może być niższy niż wynika z listopadowej projekcji NBP. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że podobne epizody spowolnienia były w ostatnich dwudziestu latach stosunkowo krótkotrwałe, a na ich tle skala

bieżącego spowolnienia, choć silniejsza od oczekiwań, nie jest jak dotychczas głęboka. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że stopniowa poprawa koniunktury gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki – zakładana na kolejne lata w projekcji listopadowej NBP i prognozach ośrodków zewnętrznych – będzie przyczyniać się do ożywienia wymiany handlowej z zagranicą, a przez to do stopniowego ożywienia krajowego wzrostu gospodarczego.

Omawiając kształtowanie się bieżącej inflacji podkreślano, że dynamika cen pozostaje w tendencji spadkowej, jednak w ujęciu rocznym nadal znajduje się powyżej górnej granicy odchyień do celu NBP. Zwracano uwagę, że podwyższony poziom rocznego wskaźnika inflacji wynika głównie z oddziaływania czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, natomiast krajowa presja popytowa słabnie, na co wskazuje obniżająca się inflacja bazowa.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w kontekście listopadowej projekcji NBP, większość członków Rady podkreślała, że projekcja potwierdza, iż ryzyko nasilenia się presji popytowej w nadchodzących kwartałach wyraźnie się obniżyło. Jednocześnie zwiększyło się ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie. Zgodnie z projekcją listopadową, spadkowi inflacji będzie sprzyjać umiarkowany wzrost gospodarczy oraz pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Zdaniem większości członków Rady, osłabienie aktywności gospodarczej, któremu towarzyszyć będzie obniżanie się presji płacowej i zatrudnienia, znacząco ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy i powinno sprzyjać wyraźnemu spadkowi inflacji w najbliższych kwartałach, nawet mimo utrzymywania się podwyższonych cen surowców. Część członków Rady argumentowała, że, choć zmiany cen surowców, w tym surowców energetycznych, pozostają istotnym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen na świecie, to informacje dotyczące podpisanego niedawno aneksu do kontraktu jamalskiego obniżającego ceny gazu importowanego do Polski pozwalają oczekiwać obniżenia dynamiki cen energii w Polsce.

Większość członków Rady była zdania, że dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych, w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej może kształtować się poniżej celu inflacyjnego, jednak powyżej ścieżki centralnej z projekcji listopadowej. Część z tych członków Rady oceniała przy tym, że ograniczać skalę spadku inflacji może płytsze niż wskazuje projekcja obniżenie tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Wyższy w porównaniu z projekcją przebieg ścieżki tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy ma – według tych członków Rady – wynikać ze słabszej niż się ocenia w projekcji poprawy wydajności pracy oraz silniejszego wzrostu NAWRU na skutek histerezy. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że – wobec nierównowagi polskich finansów publicznych – niewykluczone jest utrzymanie stawki VAT na poziomie 23% w 2014 r.

Według części członków Rady powyżej ścieżki z projekcji listopadowej może kształtować się zwłaszcza dynamika cen żywności i energii. Zdaniem niektórych z tych członków Rady, poza znaczną zmiennością cen żywności i energii na rynkach światowych, źródłem niepewności dla inflacji, poważniejszym niż przyjęto w projekcji, pozostaje skala oddziaływania pakietu energetyczno-klimatycznego na ceny energii w Polsce. Podobnie trudna do oceny jest – ich zdaniem – skala wpływu zmiany warunków cenowych dostaw gazu importowanego do Polski na ewentualne obniżenie się krajowych cen energii.

Odnosząc się do bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych, większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone.

Napływające dane gospodarcze potwierdziły bowiem wyraźne osłabienie koniunktury gospodarczej w Polsce, natomiast listopadowa projekcja NBP sygnalizuje ryzyko utrwalenia się tego spowolnienia, co będzie ograniczało presję popytową i stwarza ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Obniżenie stóp procentowych będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia skali spowolnienia gospodarczego, a przez to ograniczy ryzyko spadku inflacji poniżej celu.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie z uwagi na uporczywość bieżącej inflacji i utrzymywanie się niepewności odnośnie do cen surowców energetycznych na świecie. Ponadto, ich zdaniem, obniżenie stóp procentowych w sytuacji utrzymującej się restrykcyjności warunków udzielania kredytów w sektorze bankowym, może mieć ograniczony wpływ na ożywienie akcji kredytowej. Wskazywali także, że obniżka stóp procentowych może mieć niekorzystny wpływ na skłonność gospodarstw domowych do lokowania oszczędności w systemie bankowym. Członkowie ci nie wykluczyli jednak, że obniżki stóp procentowych na kolejnych posiedzeniach mogą być uzasadnione, o ile wpływ spowolnienia gospodarczego na kształtowanie się procesów inflacyjnych będzie bardziej widoczny, a prawdopodobieństwo dalszego wzrostu cen surowców energetycznych zmniejszy się.

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 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 grudnia 2012 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, w tym zwłaszcza przebiegu procesów inflacyjnych.

Analizując uwarunkowania zewnętrzne, Rada zwracała uwagę, że utrzymywanie się niekorzystnej koniunktury w otoczeniu Polski negatywnie oddziałuje na krajową aktywność gospodarczą. Członkowie Rady podkreślali również, że czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie w najbliższym okresie jest skala zacieśnienia fiskalnego w Stanach Zjednoczonych w 2013 r. Część członków Rady wskazywała jednak, że w II połowie 2013 r. możliwe jest pewne przyspieszenie wzrostu PKB w gospodarkach krajów Europy Zachodniej, w tym w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na dostosowania strukturalne w peryferyjnych gospodarkach strefy euro, które w dłuższej perspektywie powinny przyczynić się do wyższego wzrostu gospodarczego w tych krajach i poprawy sytuacji gospodarczej w całej strefie euro.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce wskazywano na dalsze spowolnienie aktywności w gospodarce, potwierdzone przez dane o PKB w III kw. br. Podkreślano, że spowolnienie wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale i wewnętrznych. Analizując źródła spadku popytu krajowego w III kw. br. członkowie Rady zwracali uwagę na spadek inwestycji i wyhamowanie wzrostu konsumpcji. Zauważali, że negatywnie na konsumpcję gospodarstw domowych oddziałuje spadek realnych



dochodów do dyspozycji. Dążeniu gospodarstw domowych do wygładzania konsumpcji towarzyszy obniżanie się stopy oszczędności do historycznie niskich poziomów. Zwracano uwagę, że spadek dochodów do dyspozycji związany jest w szczególności z pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy.

Analizując napływające dane dotyczące rynku pracy wskazywano, że w III kw. br. dynamika wynagrodzeń w gospodarce wyhamowała, a także dalej obniżała się dynamika jednostkowych kosztów pracy. Równocześnie część członków Rady argumentowała, że rosnąca stopa bezrobocia nie wskazuje na ryzyko wzrostu żądań płacowych. Niektórzy członkowie Rady uważali, że wzrost stopy bezrobocia może być częściowo związany ze wzrostem bezrobocia równowagi, na co wskazuje ich zdaniem wzrost liczby wakatów oraz kosztów znalezienia pracownika.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB pozostanie niski. Negatywnie na konsumpcję nadal będzie oddziaływać w szczególności pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, a także ograniczone możliwości wzrostu konsumpcji poprzez dalsze obniżenie stopy oszczędności gospodarstw domowych. W opinii Rady 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 współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że skalę spadku inwestycji może zmniejszyć rządowy program „Inwestycje Polskie”, jednak jego efekty najwcześniej będą widoczne w II połowie 2013 r. Równocześnie oceniano, że wzrost gospodarczy w dalszym ciągu będzie wspierany przez eksport netto, choć w tym kontekście czynnikiem ryzyka są perspektywy popytu ze strefy euro oraz kształtowanie się kursu złotego. Część członków Rady argumentowała, że – wraz z oczekiwaną poprawą sytuacji gospodarczej za granicą – w II połowie 2013 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może przyspieszyć. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że mimo możliwej poprawy koniunktury w gospodarce polskiej w II połowie 2013 r., bieżące dane sygnalizują silne osłabienie się aktywności gospodarczej i wzrost ryzyka recesji.

Według części członków Rady obserwowane spowolnienie dynamiki PKB odzwierciedla po części obniżenie się potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego, które wynika z wygasania czynników zwiększających konkurencyjność polskiej gospodarki. Z tego względu członkowie ci uważali, że ujemna luka popytowa w gospodarce polskiej może być umiarkowana. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że potencjalne tempo wzrostu PKB mogło obniżyć się po kryzysie jedynie nieznacznie, a w rezultacie przy obecnym tempie wzrostu PKB luka popytowa w gospodarce pogłębia się.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie obniżyła się zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa. Podkreślano, że nastąpił spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Równocześnie większość członków Rady uważała, że w kolejnych kwartałach inflacja istotnie się obniży. Według członków Rady spadek inflacji będzie wynikał zarówno z czynników podażowych, w tym z obniżek cen gazu ziemnego od stycznia 2013 r., jak i z pogłębiania się luki popytowej i braku presji płacowej w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na niepewność związaną z kształtowaniem się inflacji w przyszłości. Niepewność ta wynika w szczególności z kształtowania się kursu złotego, na który wpływają zmienne nastroje inwestorów. Czynniki te mogą prowadzić do zmian w kierunkach

przepływu kapitału oraz wzrostu zmienności kursu złotego. Równocześnie, niektórzy członkowie Rady wskazywali na ryzyko związane z silnie ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych, która w przyszłości może prowadzić do znacznego wzrostu inflacji w gospodarce światowej.

Część członków Rady była jednak zdania, że ze względu na uporczywość czynników dotychczas podwyższających inflację nie obniży się ona istotnie w najbliższych latach. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że oczekiwany w kolejnych kwartałach spadek inflacji będzie miał charakter podażowy, a tym samym nie wpłynie znacząco na presję płacową i inflacyjną w gospodarce. Członkowie ci wskazywali także na możliwe przyspieszenie wzrostu gospodarczego w II połowie 2013 r. które może doprowadzić do pewnego wzrostu presji inflacyjnej.

Uznano, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i ograniczy ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie. Członkowie Rady różnili się w ocenie skali odpowiedniej obniżki stóp procentowych NBP, zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i w trakcie całego cyklu.

Większość członków Rady wskazywała, że ze względu na uporczywość inflacji oraz ryzyka związane z kształtowaniem się dynamiki cen w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej obniżenie stóp procentowych NBP powinno być niewielkie. Niektórzy z nich wskazywali przy tym, że obniżenie stóp procentowych może prowadzić do osłabienia się kursu złotego, negatywnie wpływając na inflację, a także może skłaniać gospodarstwa domowe do lokowania oszczędności poza systemem bankowym. Równocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że silne obniżenie stóp procentowych może prowadzić do dalszego spadku stopy oszczędności, oddziałując w kierunku wzrostu nierównowag w gospodarce.

Z kolei inni członkowie Rady uważali, że w obecnych warunkach gospodarczych, nawet nieco większa obniżka stóp procentowych nie prowadziłaby do pojawienia się w kolejnych kwartałach presji popytowej i inflacyjnej. Zdaniem tych członków Rady, ze względu na skalę spowolnienia gospodarczego oraz wzrost ryzyka obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w najbliższych kwartałach, wskazane jest większe niż dotychczas – a zdaniem niektórych członków Rady znacznie większe niż dotychczas – obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że za dość szybkim łagodzeniem polityki pieniężnej przemawia w szczególności długość opóźnień w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. W opinii tych członków Rady w decyzjach na temat stóp procentowych w Polsce należy również uwzględnić poziom stóp na świecie, w tym w głównych gospodarkach rozwiniętych.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,50 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 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, stopa redyskonta weksli 4,50%.

**Załącznik 6****WYNIKI GŁOSOWANIA CZŁONKÓW RADY  
POLITYKI PIENIĘŻNEJ NAD WNIOSKAMI  
I UCHWAŁAMI W 2012 R.**

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2012 r.

• **Data:** 4 kwietnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/2012 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2011 r.

**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:** 4 kwietnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

**Przeciw:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Rzońca

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

• **Data:** 8 maja 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 2/2012 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2011.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

- **Data:** 8 maja 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 3/2012 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2011.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

- **Data:** 9 maja 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 4/2012 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

Podwyższono stopy procentowe NBP o 25 punktów bazowych.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

• **Data:** 22 maja 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 5/2012 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2011 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

• **Data:** 4 lipca 2012 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

**Przeciw:** M. Belka

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**• Data:** 4 lipca 2012 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 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.

**• Data:** 5 września 2012 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

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska i J. Winiecki byli nieobecni na posiedzeniu.

**• Data:** 5 września 2012 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 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  
A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska i J. Winięcki byli nieobecni na posiedzeniu.

• **Data:** 18 września 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 6/2012 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2013.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:**

E. Chojna-Duch była nieobecna na posiedzeniu.

• **Data:** 18 września 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 7/2012 w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez NBP pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych w 2013 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:**

E. Chojna-Duch była nieobecna na posiedzeniu.



**• Data:** 3 października 2012 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. Głapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**• Data:** 3 października 2012 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** A. Głapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**• Data:** 7 listopada 2012 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:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

**• Data:** 7 listopada 2012 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:****Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

**• Data:** 7 listopada 2012 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 8/2012 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. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

• **Data:** 20 listopada 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 9/2012 zmieniająca uchwałę w sprawie zasad stosowania przez Narodowy Bank Polski transakcji walutowych typu swap.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

• **Data:** 4 grudnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 10/2012 w sprawie oprocentowania kredytu krótkoterminowego udzielanego Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu oraz oprocentowania kredytu na zasilenie albo uzupełnienie funduszu stabilizacyjnego udzielanego Krajowej Spółdzielczej Kasie Oszczędnościowo-Kredytowej przez Narodowy Bank Polski.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska i J. Winięcki byli nieobecni.

**Przeciw:**

- **Data:** 5 grudnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 11/2012 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2013.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiński

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

- **Data:** 5 grudnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 150 punktów bazowych.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

**Przeciw:** M. Belka

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiński

A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 5 grudnia 2012 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

Z. Gilowska

A. Glapiński

**Przeciw:** M. Belka

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 5 grudnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów.

**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:** 5 grudnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 12/2012 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

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**