

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

**Sprawozdanie z wykonania
założeń polityki pieniężnej
na rok 2008**

Warszawa, maj 2009

Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2008 r.	1
2. Polityka pieniężna w 2008 r.	5
3. Instrumenty polityki pieniężnej	19
3.1. Nadpłynność sektora bankowego	20
3.2. Narzędzia realizacji polityki pieniężnej.....	21
Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny	31
Załącznik nr 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w 2008 r.	33
Załącznik nr 3. Bilans płatniczy	37
Załącznik nr 4. Pieniądz i kredyt	40
Załącznik nr 5. Projekcje inflacji NBP	48
Załącznik nr 6. Opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2008 r.....	52
Załącznik nr 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2008 r.	91

1. Strategia polityki pieniężnej w 2008 r.

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

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

Od 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Doświadczenia międzynarodowe pokazują, że taka strategia jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Po sprowadzeniu inflacji do niskiego poziomu, począwszy od 2004 r. RPP przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyżeń o szerokości ± 1 punkt procentowy. RPP realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do realizacji celu inflacyjnego.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2008* Rada Polityki Pieniężnej przedstawiła sposób rozumienia celu ciągłego i jego realizacji w sposób następujący:

- Po pierwsze, określenie cel *ciągły* oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się kwartalnymi i rocznymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP i w budżecie państwa. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej.
- Po drugie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie pozwala na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, co sprzyja prowadzeniu polityki pieniężnej, która w reakcji na wstrząsy wymaga mniejszych i rzadszych zmian stóp procentowych.

- Po trzecie, występowanie wstrząsów w gospodarce jest nieuniknione. W zależności od siły wstrząsu i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różne są skala i okres odchylenia inflacji od przyjętego celu. Bank centralny zazwyczaj nie reaguje na takie odchylenia inflacji, które uznaje za przejściowe i które mieszczą się w przedziale wahań wokół celu. W krajach o trwale niskiej stopie inflacji bank nie musi reagować nawet wówczas, gdy przejściowo inflacja odchyli się poza granice tego przedziału. W przypadku wstrząsów, które oceniane są jako powodujące trwałe odchylenie inflacji od celu, bank centralny odpowiednio modyfikuje politykę pieniężną.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy także od ich przyczyn i charakteru. Reakcja na wstrząsy popytowe stanowi problem relatywnie łatwiejszy, ponieważ w tym przypadku inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Podwyżka stóp procentowych osłabia aktywność gospodarczą i w dalszej kolejności presję inflacyjną. Wstrząsy podażowe stanowią trudniejszy problem dla polityki pieniężnej, bowiem w tym przypadku produkcja i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach. Niewłaściwa reakcja polityki pieniężnej może mieć daleko idące niekorzystne skutki dla gospodarki. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do znacznego spadku produkcji, ponieważ już sam wstrząs podażowy wpływa niekorzystnie na konsumpcję i inwestycje. Z kolei próba pełnego zamortyzowania skutków wstrząsu podażowego wywołującego wzrost cen i spadek produkcji – poprzez ekspansywną politykę pieniężną – powoduje z reguły utrwalenie się wyższej inflacji i wymaga podjęcia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Reakcja banku centralnego powinna zależeć od oceny trwałości wstrząsu.
- Po piąte, znaczna część wstrząsów podażowych ma przejściowy charakter i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania na nie. Przy większych wstrząsach nawet przejściowe przyspieszenie wzrostu cen może wywołać względnie trwałe wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji wzrost inflacji ze względu na pojawienie się żądań płacowych. Zadaniem polityki pieniężnej jest więc w takiej sytuacji zapobieganie wtórnym skutkom wstrząsu podażowego (tzw. efektów drugiej rundy). Ryzyko powstania tego rodzaju efektów jest znaczne w krajach o krótkiej historii niskiej inflacji. Przy analizie wstrząsów podażowych bardzo przydatne stają się miary inflacji bazowej, które pozwalają przynajmniej częściowo odróżnić skutki przejściowe od trwałych zmian presji inflacyjnej.
- Po szóste, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje

władz monetarnych oddziałują na zachowanie cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Długość tych opóźnień nie jest jednak stała i zależy w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych powodują, że banki centralne tylko w przybliżeniu mogą określić opóźnienie, jakie występuje od podjęcia decyzji do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację.

- Po siódme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale również poprzez utrzymanie ich przez pewien czas na określonym poziomie. Utrzymanie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiące lub kwartałów) na niezmiennym poziomie jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdyż prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.
- Po ósme, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności. Wysoka niepewność wynika między innymi z faktu, że modele wykorzystywane przez banki centralne do prognozowania inflacji mogą zacząć gorzej odwzorowywać zachowanie gospodarki ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Oznacza to, że a) przy podejmowaniu decyzji konieczne jest uwzględnianie całokształtu dostępnej informacji, a nie tylko wyników projekcji inflacji; b) nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku oraz c) ukierunkowana na przyszłość polityka pieniężna musi być przedstawiana otoczeniu jako dążenie do zrealizowania celu inflacyjnego w warunkach niepewności, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.
- Po dziewiąte, w ocenie perspektyw inflacji – szczególnie, gdy jest ona niska – banki centralne w prowadzeniu polityki pieniężnej uwzględniają kształtowanie się cen aktywów w związku z potrzebą zapewnienia stabilności finansowej. W warunkach zliberalizowanych rynków finansowych oraz sprzyjających niskiej inflacji korzystnych zjawisk po podażowej stronie gospodarki, wzrasta potrzeba uwzględniania stabilności finansowej w decyzjach władz monetarnych. Jeśli w reakcji na niską inflację banki centralne nadmiernie obniżą stopy procentowe, może to prowadzić do szybkiego wzrostu cen aktywów. Wzrostowi temu towarzyszy ryzyko tzw. niestabilnego boomu, w którym wyższa inflacja pojawia się ze znacznym opóźnieniem. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów narasta ryzyko gwałtownego i znacznego ich spadku, co rodzi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego i sfery realnej. Stabilność systemu finansowego umożliwia efektywne

funkcjonowanie mechanizmu transmisji, co jest kluczowe dla właściwej realizacji polityki pieniężnej. Przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń na rynku aktywów oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne może być uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych.

- Po dziesiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego. Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa wraz z realizowaną polityką fiskalną na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej. Nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna jest najczęstszym powodem konieczności utrzymania stóp procentowych na wyższym poziomie.
- Po jedenaste, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Bilans ten jest tworzony na podstawie projekcji inflacji, oceny rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych, które mogą odbiegać od przebiegu przedstawionego w projekcji, a także kształtowania się zmiennych oraz informacji nieuwzględnionych bezpośrednio w projekcji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji banki centralne biorą pod uwagę, jak długi był okres, w którym inflacja utrzymywała się blisko celu, ponieważ takie kształtowanie się inflacji sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych.

Ponadto Rada podtrzymała w *Założeniach* przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków umożliwiających przystąpienie do strefy euro w najbliższym możliwym terminie, przy uwzględnieniu bilansu kosztów i korzyści z tym związanych.

2. Polityka pieniężna w 2008 r.

Analizując politykę pieniężną *ex post*, należy – niezależnie od zmian sytuacji gospodarczej w okresie objętym oceną – uwzględniać opóźnienia w transmisji impulsów monetarnych oraz niepewność towarzyszącą podejmowanym decyzjom. Jak podkreślono w rozdziale 1 niniejszego *Sprawozdania*, decyzje władz monetarnych wpływają na gospodarkę ze znacznym opóźnieniem, a najsilniejszy ich wpływ obserwowany jest po upływie kilku kwartałów. Oznacza to w szczególności, że procesy inflacyjne w 2008 r. kształtowały się w znacznym stopniu pod wpływem polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2006-2007, a polityka pieniężna prowadzona w 2008 r. będzie najsilniej oddziaływać na procesy inflacyjne w latach 2009-2010.

Ponadto w gospodarce nieuniknione jest występowanie wstrząsów. Wstrząsy, choć w większości pozostają poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej – szczególnie, gdy są związane z czynnikami mającymi swe źródło w otoczeniu zewnętrznym gospodarki – mogą w znacznej mierze determinować sytuację gospodarczą i procesy inflacyjne w kraju w krótkim, a niekiedy także w średnim okresie.

Powyższe uwarunkowania mają istotne znaczenie przy ocenie polityki pieniężnej prowadzonej w 2008 r., ponieważ w ciągu tego roku wystąpiły silne wstrząsy w gospodarce światowej. Wstrząsy te w decydującym stopniu determinowały sytuację gospodarczą i procesy inflacyjne, a przez to także politykę pieniężną w Polsce. W ich konsekwencji, w II poł. 2008 r. sytuacja w gospodarce światowej, a także polskiej była istotnie różna od warunków występujących w I poł. 2008 r.

Sytuacja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki

W 2008 r. najistotniejszym wstrząsem o charakterze zewnętrznym był obserwowany od września 2008 r. globalny kryzys finansowy, którego jednym z głównych źródeł było pęknięcie „bańki” cenowej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych w 2007 r. i wywołany tym kryzys na rynku kredytów hipotecznych typu *subprime* w tym kraju. Pęknięcie „bańki” cenowej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych wpłynęło – poprzez tzw. efekt majątkowy przy jednocześnie ograniczonej możliwości refinansowania kredytów hipotecznych – na ograniczenie konsumpcji, a przez to dynamiki PKB w tym kraju, a także znacznego pogorszenia wartości aktywów sektora finansowego. Obniżenie aktywności w gospodarce amerykańskiej oddziaływało w kierunku pogorszenia koniunktury w Europie. Dodatkowo do spadku aktywności w wielu krajach europejskich w 2008 r. przyczyniło się załamanie na rynkach nieruchomości w tych krajach. W niektórych krajach (zwłaszcza w Irlandii, Hiszpanii i Wielkiej

Brytanii) – podobnie jak w Stanach Zjednoczonych – zakończył się obserwowany w poprzednich latach boom na rynku nieruchomości, do którego przyczynił się wcześniejszy silny wzrost akcji kredytowej. Boom ten przyczynił się do wzrostu udziału produkcji sektora budowlanego w PKB, co sprawiło, że załamanie sytuacji na rynkach nieruchomości miało znaczący wpływ na pogorszenie się koniunktury gospodarczej w tych krajach.

Na początku 2008 r. oceniano, że zaburzenia związane z rynkiem kredytów *subprime* w Stanach Zjednoczonych wpłyną głównie na gospodarki rozwinięte, których instytucje finansowe były bezpośrednio zaangażowane na rynku instrumentów hipotecznych. Wpływ tych zaburzeń na gospodarki rozwijające się wydawał się początkowo ograniczony głównie do rynków kapitałowych: na przełomie 2007 i 2008 r. wystąpiły silne spadki cen na światowych giełdach papierów wartościowych. W okresie tym pojawiały się oceny, że aktywność w gospodarkach rozwijających się może pozostać relatywnie wysoka nawet w przypadku silnego spowolnienia tempa wzrostu w gospodarkach rozwiniętych (tzw. hipoteza *decoupling*). Sprzyjały one zwiększonemu napływowi kapitału do gospodarek rozwijających się i znaczącej aprecjacji ich walut, w tym złotego. Z czasem zaburzenia na rynkach finansowych nasilały się, wywierając coraz większy wpływ na aktywność gospodarczą nie tylko w krajach bezpośrednio dotkniętych kryzysem *subprime*, lecz również w gospodarkach rozwijających się.

W I poł. 2008 r. w większości krajów na świecie nastąpił znaczny wzrost inflacji, wynikający głównie z silnego wzrostu cen na globalnych rynkach surowców rolnych i energetycznych, obserwowanego w 2007 r. i I poł. 2008 r.

W II poł. 2008 r. nastąpiło wyraźne pogorszenie perspektyw gospodarki światowej, któremu towarzyszył spadek cen surowców i obniżenie światowej presji inflacyjnej. Jednocześnie odwróceniu uległ dotychczasowy trend aprecjacyjny walut wielu krajów, w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

We wrześniu kryzys sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych uległ zaostrzeniu w związku z ogłoszeniem upadłości przez bank inwestycyjny Lehman Brothers. Problemy finansowe banków w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej oraz nasilone zaburzenia płynnościowe doprowadziły do gwałtownych spadków cen akcji, a także znaczącego odpływu kapitału z rynków wschodzących i osłabienia ich walut. Odpływ kapitału z gospodarek wschodzących wywołał także obawy inwestorów o zdolność niektórych spośród tych gospodarek do finansowania zadłużenia zagranicznego, co dodatkowo przyczyniało się do deprecjacji ich walut.

W IV kw. 2008 r. globalny kryzys finansowy przyczynił się do załamania aktywności gospodarczej na świecie, dając początek najgłębszej recesji w gospodarce światowej od czasów drugiej wojny światowej. Przy jednoczesnym spadku inflacji i oczekiwań inflacyjnych skłoniło to banki centralne krajów rozwiniętych, a także niektórych krajów rozwijających się do znacznego obniżenia stóp procentowych. W tym samym czasie rządy wielu państw podjęły zakrojone na szeroką skalę działania w sferze polityki fiskalnej, których efektem miało być stymulowanie popytu i ożywienie w ten sposób aktywności gospodarczej, a także dokapitalizowanie sektora bankowego.

Obserwowane w 2008 r. wstrząsy w gospodarce światowej stanowiły istotne wyzwanie dla władz monetarnych w większości krajów.

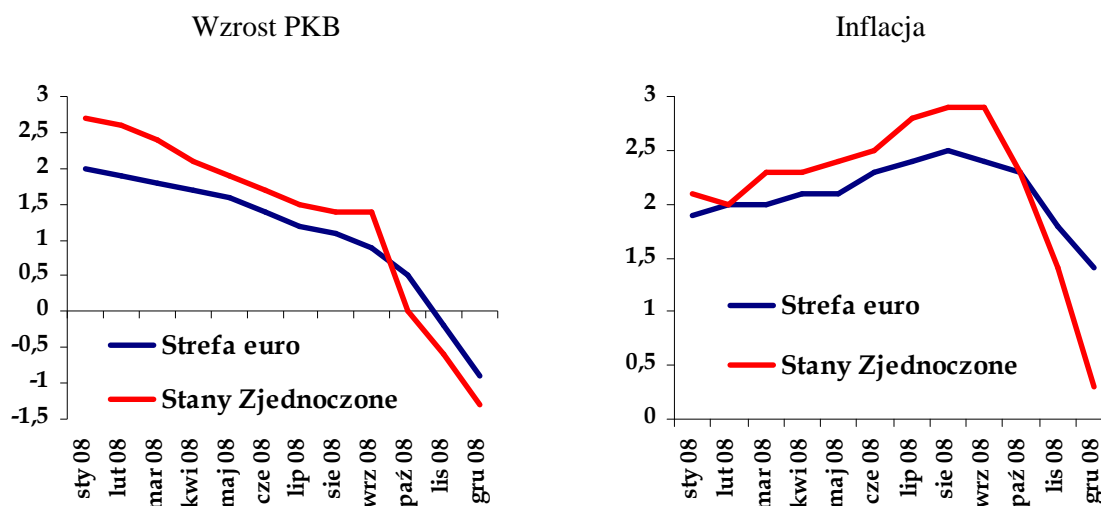
W pierwszej połowie roku w gospodarkach rozwiniętych pojawiło się ryzyko stagflacji, czyli sytuacji, w której obniżeniu wzrostu gospodarczego towarzyszyłaby stosunkowo wysoka inflacja, natomiast w gospodarkach rozwijających się – ryzyko utrwalenia podwyższonej inflacji poprzez tzw. efekty drugiej rundy, przy relatywnie wysokim wzroście gospodarczym. W drugiej połowie roku presja inflacyjna uległa znaczącemu osłabieniu, a głównymi problemami dla banków centralnych stały się: kryzys na rynkach finansowych i związane z nim zagrożenie stabilności systemu finansowego oraz silny spadek aktywności w gospodarce światowej. Ponadto banki centralne stanęły w obliczu zaburzeń w mechanizmie transmisji monetarnej: na wysokość rynkowych stóp procentowych w znacznym stopniu wpływały zaburzenia płynnościowe na rynkach pieniężnych, które wynikały z kryzysu wzajemnego zaufania uczestników tych rynków oraz z silnego pogorszenia ich bilansów wskutek spadku cen i problemów z wyceną wielu aktywów. Spadek cen aktywów i zwiększona awersja do ryzyka doprowadziła w wielu krajach do wyraźnego ograniczenia akcji kredytowej. Dlatego też oprócz obniżek stóp procentowych, główne banki centralne stosowały instrumenty bezpośrednio zasilające system finansowy w płynność, także w walutach obcych, m.in. poprzez umowy swapów walutowych. Dodatkowo wiele banków rozszerzało zakres akceptowanych w ramach operacji otwartego rynku zabezpieczeń oraz listę instytucji, które mogły uczestniczyć w tych operacjach. Ponadto w grudniu 2008 r. wraz z obniżeniem podstawowej stopy procentowej blisko zera (0,00–0,25%) Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych wprowadziła strategię *credit easing* polegającą na bezpośrednim zakupie dłużnych papierów wartościowych w celu poprawienia funkcjonowania rynków kredytowych, zwłaszcza rynku kredytów hipotecznych. Aby wzmocnić zaufanie do systemu finansowego, rządy w wielu krajach – w tym także w Polsce – zwiększyły limity wartości gwarantowanych przez nie w razie upadłości danej instytucji finansowej depozytów sektora niefinansowego.

Dylematy decyzyjne władz monetarnych w gospodarkach rozwijających się, w tym także w Polsce, zwiększały dodatkowo zmiany przepływów kapitału zagranicznego i związane z tym znaczne wahania kursu walutowego.

Ponadto, ze względu na występujące wstrząsy niepewność dotycząca przyszłej sytuacji gospodarki światowej była znacznie większa niż we wcześniejszych latach. Znalazło to odzwierciedlenie m.in. w dokonywanych częściej niż zwykle istotnych rewizjach prognoz makroekonomicznych (por. Wykres 1), polegających zarówno na korygowaniu w dół spodziewanego tempa wzrostu gospodarczego jak i istotnych zmianach ocen przyszłej inflacji.

Wykres 1

Prognozy wzrostu PKB i inflacji dla strefy euro i Stanów Zjednoczonych na 2009 r., formułowane w kolejnych miesiącach 2008 r.



Źródło: Foreign Exchange Consensus Forecasts.

Sytuacja w polskiej gospodarce

Zmiany zachodzące w gospodarce światowej w ciągu 2008 r. wpływały na sytuację sektora bankowego oraz sferę realną w większości gospodarek, w tym także w Polsce.

W I poł. 2008 r. polska gospodarka znajdowała się w okresie silnego wzrostu, obejmującego wszystkie główne jej sektory. Podobnie jak w roku poprzednim, dominującą rolę we wzroście PKB odgrywał dynamiczny wzrost konsumpcji oraz inwestycji (por. *Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny*). Szybki wzrost gospodarczy przyczyniał się do wzrostu popytu na pracę, skutkując wzrostem zatrudnienia oraz spadkiem bezrobocia do poziomu najniższego od początku prowadzenia Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności (tj. od 1992 r.). Na wysokim poziomie utrzymywał się też odsetek przedsiębiorców sygnalizujących trudności z pozyskaniem pracowników. Napięcia na rynku pracy znajdowały odzwierciedlenie w wysokiej dynamice

wynagrodzeń, przekraczającej tempo wzrostu wydajności pracy, czego skutkiem był znaczący wzrost jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie pogarszające się wskaźniki koniunktury oraz stopniowe obniżanie się niektórych miar aktywności w gospodarce polskiej sygnalizowało stopniowe obniżanie się tempa wzrostu PKB. Jako że polskie banki nie były bezpośrednio zaangażowane w złożone instrumenty finansowe, w tym strukturyzowane instrumenty finansowe zabezpieczane kredytami na nieruchomości o podwyższonym ryzyku (*subprime loans*), do czasu zaostżenia zaburzeń na globalnych rynkach finansowych we wrześniu 2008 r. polski system bankowy pozostawał relatywnie odporny na skutki tych zaburzeń. Jednocześnie zwiększony napływ kapitału na rynki wschodzące przyczyniał się do silnej aprecjacji kursu złotego.

W II poł. 2008 r. nasilający się kryzys finansowy na świecie wywierał coraz silniejszy wpływ na polską gospodarkę: wzrost awersji do ryzyka i wynikający z niego odpływ kapitału z rynków wschodzących skutkowały – po okresie silnej aprecjacji – znaczną deprecjacją kursu złotego. We wrześniu 2008 r. upadek banku Lehman Brothers przyczynił się do istotnego spadku zaufania pomiędzy kontrahentami na rynkach światowych i ograniczenia limitów transakcji międzybankowych. Ponieważ większość banków działających w Polsce stanowi część zagranicznych grup bankowych, konsekwencją zaburzeń na rynkach międzynarodowych był spadek wzajemnego zaufania pomiędzy nimi. Płynność krajowego rynku międzybankowego znacznie się zmniejszyła, a transakcje były dokonywane głównie na terminy nie dłuższe niż tydzień. Część banków pozyskiwała lokaty, jednak przy oprocentowaniu znacznie przewyższającym poziom stopy WIBOR. Stawki WIBOR w tym okresie odzwierciedlały, oprócz oczekiwań co do poziomu krótkoterminowych stóp procentowych, również premię za ryzyko kontrahenta, o czym świadczył wzrost różnicy między stawkami WIBOR a notowaniami kontraktów *overnight index swap*.

Po upadku banku Lehman Brothers nastąpiło także radykalne ograniczenie możliwości finansowania polskich banków na międzynarodowych rynkach finansowych. Trudności z pozyskaniem środków na rynku międzybankowym zmusiły banki do zwiększenia finansowania pozyskiwanego od zagranicznych podmiotów dominujących bądź wzmożonej konkurencji o depozyty sektora niefinansowego, co skutkowało znacznym wzrostem oferowanego oprocentowania – często ponad stawki rynku międzybankowego.

W warunkach niepewności dotyczącej kształtowania się przyszłej sytuacji gospodarczej i kondycji finansowej kredytobiorców, zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, znacznie zwiększyło się ryzyko kredytowania sektora niefinansowego. Ten czynnik, w połączeniu ze zmniejszającymi się buforami kapitałowymi, skłonił banki do silnego ograniczenia

bardzo dynamicznej w poprzednich dwóch latach akcji kredytowej. Ponadto niższa dostępność i wysoki koszt finansowania zmuszały banki do zwiększania marż kredytowych w celu utrzymania dochodowości.

Istotny wzrost niepewności dotyczącej perspektyw gospodarki światowej i polskiej, a w konsekwencji pogorszenie oczekiwań polskich przedsiębiorstw dotyczących przyszłego popytu na produkowane przez nie dobra, skutkowało także wyhamowaniem ich aktywności inwestycyjnej. W IV kw. 2008 r. nastąpiło gwałtowne pogorszenie koniunktury na świecie i związane z nim załamanie światowej wymiany handlowej. Zmiany te szczególnie silnie wpłynęły na aktywność w gospodarkach o istotnym znaczeniu sektora eksportowego, w tym na gospodarkę strefy euro (zwłaszcza Niemiec), która w II poł. 2008 r. znalazła się w recesji. Recesja w strefie euro, która jest najważniejszym partnerem handlowym Polski, przełożyła się na spadek eksportu i produkcji przemysłowej w Polsce, przyczyniając się do silnego spowolnienia wzrostu PKB. Jednocześnie nastąpiła zmiana sytuacji na krajowym rynku pracy; rozpoczął się spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia, czemu towarzyszyło obniżenie się dynamiki wynagrodzeń.

Procesy inflacyjne w Polsce

W 2008 r. procesy inflacyjne w Polsce były w znacznym stopniu determinowane przez zmiany cen żywności, a także cen energii i innych cen administrowanych, w szczególności cen użytkowania mieszkań, tj. przez czynniki pozostające w dużej mierze poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej.

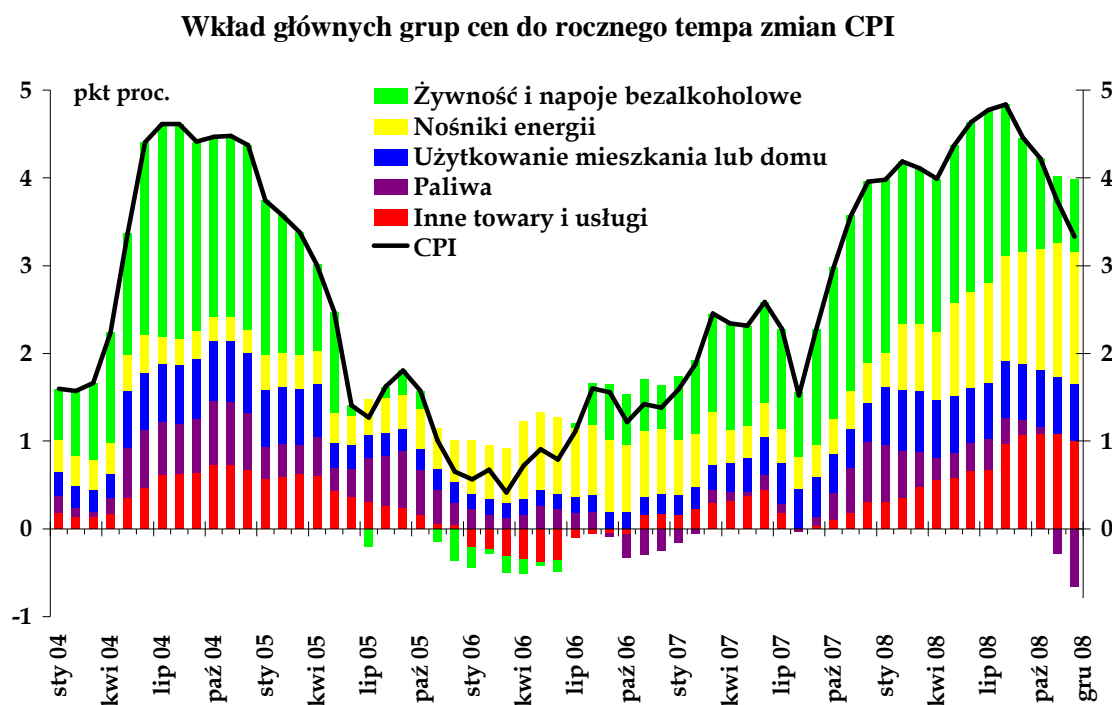
W wyniku silnych wstrząsów cenowych na rynku surowców rolnych, które miały miejsce w II poł. 2007 r. i I poł. 2008 r., w pierwszych miesiącach 2008 r. roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych pozostawała wysoka, przyczyniając się do utrzymania się rocznego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych na podwyższonym poziomie¹. W tym samym kierunku oddziaływał silny wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych, obserwowany do lipca 2008 r., który przyczyniał się do wzrostu cen paliw na rynku krajowym; wpływ ten był nieco osłabiany przez obserwowaną w tym samym okresie szybką aprecjację kursu złotego. Wraz z wygasaniem efektów wstrząsów cenowych na rynku surowców rolnych (tj. z wystąpieniem efektu ujemnej bazy), od sierpnia 2008 r. roczna dynamika cen żywności zaczęła się obniżać, przyczyniając się do obniżenia wskaźnika inflacji CPI (ang. *consumer price index* – wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych). Podobny efekt miał notowany w tym

¹ Szczegółowe informacje na temat kształtowania się poszczególnych komponentów wskaźnika inflacji zawarte są w Załączniku nr 2. *Ceny towarów i usług konsumpcyjnych* niniejszego Sprawozdania.

samym okresie spadek cen ropy na globalnych rynkach, przyczyniający się do obniżenia cen paliw w Polsce; wpływ ten osłabiała jednak jednoczesna deprecjacja kursu złotego wobec euro i dolara amerykańskiego.

W kierunku istotnego zwiększenia inflacji CPI w całym 2008 r. oddziaływały znaczne podwyżki cen administrowanych, zależnych od decyzji instytucji rządowych i władz samorządowych. Były one dokonywane w różnych miesiącach roku i dotyczyły przede wszystkim cen nośników energii podlegających polityce regulacyjnej Urzędu Regulacji Energetyki, w tym zwłaszcza cen energii i gazu, oraz cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania, w tym opłat za wywóz nieczystości, usług kanalizacyjnych, usług związanych z zaopatrywaniem w wodę oraz kosztów zarządu i administracji mieszkań (por. Wykres 2). W 2008 r. ceny nośników energii zwiększały roczną inflację CPI średnio o 1,1 pkt. proc. (wobec 0,5 pkt. proc. średnio w latach 2004-2007), a ceny usług związanych z użytkowaniem mieszkania – o 0,7 pkt. proc. (wobec 0,4 pkt. proc. średnio w latach 2004-2007).

Wykres 2



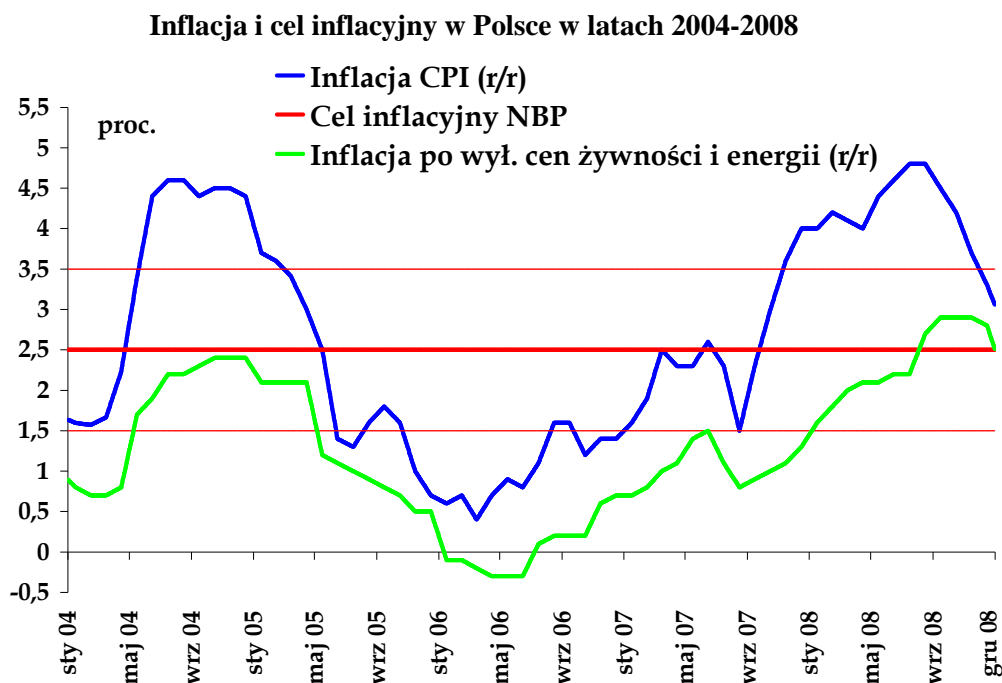
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Systematycznie rosnące ceny usług – zarówno nierynkowych (głównie związanych z użytkowaniem mieszkania), jak i części usług rynkowych, do czego przyczynił się wzrost presji popytowej – stanowiły główną przyczynę stopniowego wzrostu wskaźnika inflacji po

wyłączeniu cen żywności i energii², obserwowanego w niemal całym 2008 r. Wskaźnik ten od stycznia do listopada wzrósł z 1,6% do 2,9%, a następnie nieznacznie się obniżył do 2,8% w grudniu.

Wskutek oddziaływania wyżej omówionych czynników roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych kształtowało się we wszystkich miesiącach roku powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%), a do listopada 2008 r. także powyżej górnej granicy odchyień od celu (3,5%); średnioroczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniosło 4,2%. Do sierpnia inflacja CPI wykazywała tendencję rosnącą, zwiększając się z 4,0% w styczniu do 4,8% w lipcu i sierpniu, a następnie zaczęła się obniżać do 3,7% w listopadzie i 3,3% w grudniu 2008 r. (por. Wykres 3). Należy podkreślić, że kształtowanie się inflacji w 2008 r. powyżej celu inflacyjnego wynikało przede wszystkim z czynników zewnętrznych, czego potwierdzeniem jest także kształtowanie się inflacji w tym okresie na podwyższonym poziomie w większości krajów zarówno rozwiniętych, jak i rozwijających się (Tabela 1). W większości krajów realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego oraz w strefie euro inflacja znajdowała się na poziomie wyraźnie przekraczającym cel inflacyjny (lub ilościową definicję stabilności cen dla strefy euro).

Wykres 3



Źródło: Dane GUS, NBP.

² Od czerwca 2008 r. NBP wprowadził nową miarę inflacji bazowej – inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii. Miara ta wyłącza ze wskaźnika CPI ceny żywności i napojów bezalkoholowych oraz ceny paliw i nośników energii (energia elektryczna, gaz, opał, itp.).

Tabela 1

Inflacja w 2008 r. na tle celu inflacyjnego w wybranych krajach stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego oraz w strefie euro

Kraj	Cel inflacyjny*	Inflacja w 2008 r.	Odchylenie od (środka) celu
Australia	2% - 3%	4,4%	+1,9 pkt. proc.
Brazylia	4,5% +/-2 pkt. proc.	5,9%	+1,4 pkt. proc.
Czechy	3% +/-1 pkt. proc.	6,4%	+3,4 pkt. proc.
Chile	3% +/-1 pkt. proc.	8,7%	+5,7 pkt. proc.
Kanada	2% +/-1 pkt. proc.	2,4%	+0,4 pkt. proc.
Korea Pd.	3% +/-0,5 pkt. proc.	4,7%	+1,7 pkt. proc.
Meksyk	3% +/-1 pkt. proc.	5,1%	+2,1 pkt. proc.
Norwegia	2,5%	3,8%	+1,3 pkt. proc.
Nowa Zelandia	1% - 3%	4,0%	+2,0 pkt. proc.
Polska	2,5% +/-1 pkt. proc.	4,2%	+1,7 pkt. proc.
Słowacja	Poniżej 2%	3,9%	+1,9 pkt. proc.
Strefa euro	Poniżej, ale blisko 2%	3,3%	+1,3 pkt. proc.
Szwecja	2% +/-1 pkt. proc.	3,4%	+1,4 pkt. proc.
Węgry	3% +/-1 pkt. proc.	6,1%	+3,1 pkt. proc.
Wielka Brytania	2% +/-1 pkt. proc.	3,6%	+1,6 pkt. proc.

* Cel inflacyjny wyrażony w CPI, za wyjątkiem strefy euro i Słowacji, w których wyrażony w HICP.

Źródło: Dane urzędów statystycznych i banków centralnych ww. krajów.

Polityka pieniężna w Polsce

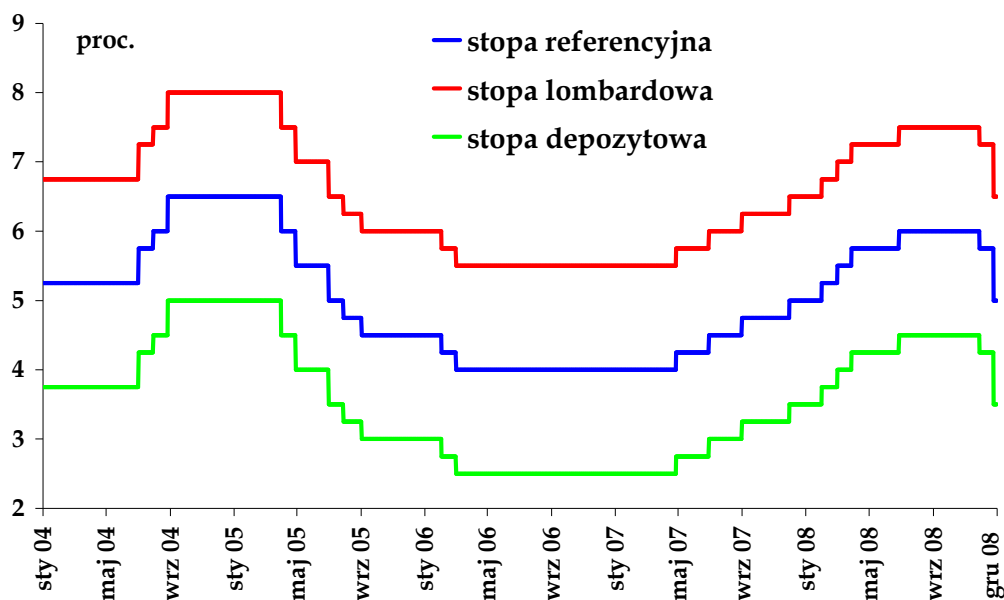
Dążąc do obniżenia inflacji do poziomu celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej, Rada Polityki Pieniężnej w I poł. 2008 r. kontynuowała rozpoczęty w kwietniu poprzedniego roku cykl podwyżek stóp procentowych NBP. W 2008 r. stopy procentowe zostały podwyższone czterokrotnie: na posiedzeniach w styczniu, lutym, marcu i czerwcu 2008 r., każdorazowo o 0,25 pkt. proc. Od lipca do października stopy były utrzymywane na niezmiennym poziomie. Wobec obniżającej się inflacji, silnego pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego i związanego z tym znacznego obniżenia presji inflacyjnej w średnim okresie, w listopadzie i grudniu 2008 r. Rada obniżyła stopy procentowe odpowiednio o 0,25 i 0,75 pkt. proc. W rezultacie w I poł. 2008 r. stopa referencyjna NBP wzrosła łącznie o 1 pkt proc., a następnie została obniżona łącznie o 1 pkt proc. w II poł. 2008 r. W efekcie pod koniec grudnia 2008 r. wyniosła ona 5% (Wykres 4).

Podjmując decyzje o poziomie stóp procentowych NBP, Rada każdorazowo brała pod uwagę perspektywy kształtowania się inflacji w średnim okresie oceniając je w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej. Na decyzje Rady miała wpływ zmieniająca się ocena czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Ocena ta uwzględniała wyniki

kolejnych projekcji i innych prac prognostycznych, a także kształtowanie się zmiennych oraz informacji nieuwzględnianych bezpośrednio w projekcjach.

Wykres 4

Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2004-2008



Źródło: Dane NBP.

Podobnie jak w wielu innych gospodarkach regionu, na początku 2008 r. inflacja w Polsce kształtowała się na podwyższonym poziomie w wyniku m.in. ubiegłorocznych wstrząsów cenowych na rynkach surowców rolnych i energetycznych. Ponadto w styczniu miały miejsce znaczące podwyżki cen kontrolowanych, głównie cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania, a w lutym – podwyżki cen energii, które zwiększały tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Napływające w pierwszych miesiącach 2008 r. dane o rachunkach narodowych oraz inne dane makroekonomiczne wskazywały, że gospodarka polska nadal znajduje się w okresie silnego wzrostu. Informacje o sytuacji na rynku pracy sygnalizowały utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń i niekorzystnej relacji między dynamiką wynagrodzeń a wzrostem wydajności pracy. Rada oceniała, że m.in. ze względu na ponawiane żądania podwyżek płac w sektorze finansów publicznych prawdopodobne jest utrzymanie się presji płacowej w gospodarce w nadchodzącym okresie. Rada oczekiwała, że w kolejnych miesiącach inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP, do czego przyczyniać się miały m.in. dalsze podwyżki cen kontrolowanych. Taką ocenę wspierała także opracowana w lutym 2008 r. projekcja inflacji i PKB, w świetle której inflacja CPI – przy założeniu utrzymania podstawowych stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie –

miała zgodnie z centralną ścieżką projekcji pozostać powyżej celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji, tj. do końca 2010 r. Jednocześnie projekcja wskazywała na utrzymywanie się w całym horyzoncie projekcji (przy niezmiennych stopach procentowych) dodatniej luki popytowej, silnego wzrostu wynagrodzeń i niekorzystnej relacji między dynamiką płac a wzrostem wydajności pracy. Mimo, że oczekiwane utrzymywanie się podwyższonej inflacji miało wynikać w dużej mierze z czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem banku centralnego, w ocenie RPP w polityce pieniężnej należało uwzględniać możliwość, iż wpłynie to na pogorszenie oczekiwań inflacyjnych. W warunkach niskiej stopy bezrobocia i napięć na rynku pracy mogło to zwiększać prawdopodobieństwo pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy.

Za czynniki, które oddziaływały w kierunku ograniczania inflacji w średnim okresie, w pierwszych miesiącach 2008 r. Rada uznała przede wszystkim: wysoką dynamikę inwestycji oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności, utrzymującą się bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw, wzrost konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej, obserwowaną aprecjację kursu złotego oraz oczekiwane spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej. Na posiedzeniach w styczniu, lutym i marcu 2008 r. Rada uznała jednak, że siła oddziaływania tych czynników może okazać się niewystarczająca do utrzymania inflacji na poziomie celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, i każdorazowo podjęła decyzję o podwyższeniu podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc.

Na posiedzeniach w kwietniu i maju 2008 r. Rada nadal oceniała prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie niższa od celu. Jednakże po trzech z rzędu podwyżkach stóp procentowych – a sześciu w całym trwającym od kwietnia 2007 r. cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej – na obu tych posiedzeniach Rada zdecydowała o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie. Czynniki przemawiającymi za taką decyzją były: wysoki poziom niepewności odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a w konsekwencji gospodarki polskiej, a także słabsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz pogarszające się wyniki badań koniunktury, wskazujące, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulegnie silniejszemu niż wcześniej oczekiwano obniżeniu, co przyczyniałoby się do zmniejszenia presji inflacyjnej. Rada uznała też, że w kierunku obniżenia inflacji w średnim okresie oddziaływać będą dokonane wcześniej podwyżki stóp procentowych, a także obserwowana w minionym okresie aprecjacja kursu złotego, zwiększająca restrykcyjność polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu w czerwcu 2008 r. Rada zapoznała się z nową projekcją inflacji i PKB, która wskazywała, że inflacja w Polsce będzie do 2009 r. wyższa niż oczekiwano w projekcji lutowej. Opublikowane w czerwcu dane wskazywały na wzrost bieżącej inflacji oraz pogłębienie się niekorzystnej relacji między dynamiką wynagrodzeń a tempem wzrostu wydajności pracy. Mimo iż wzrost zarówno bieżącej, jak i prognozowanej inflacji wynikał w dużej mierze ze wzrostu cen kontrolowanych oraz cen żywności i paliw, w ocenie Rady w warunkach szybkiego wzrostu wynagrodzeń mogło to zwiększać ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Jednocześnie nastąpił wzrost bieżącej i prognozowanej inflacji za granicą. Czynniki te skłoniły Radę do podwyższenia stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. na posiedzeniu czerwcowym.

Napływające w lipcu, sierpniu i wrześniu 2008 r. dane potwierdzały wcześniejsze sygnały, że aktywność w gospodarce krajowej ulega obniżeniu, a oceny przyszłego tempa wzrostu gospodarczego stopniowo się pogarszały. Rada oceniała, że spadek dynamiki PKB poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego będzie sprzyjać łagodzeniu presji inflacyjnej w średnim okresie; w przeciwnym kierunku miał natomiast oddziaływać utrzymujący się wzrost jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie niepewność co do oczekiwanej skali spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce była nadal wysoka, do czego przyczyniały się zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych, skutkujące odpływem kapitału z rynków wschodzących i deprecjacją kursów wielu walut, w tym – od sierpnia 2008 r. – kursu złotego. Z uwagi na tę niepewność oraz wcześniejsze zacieśnianie polityki pieniężnej, na posiedzeniach w lipcu, sierpniu i wrześniu Rada zdecydowała o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie.

W październiku zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych gwałtownie się nasiliły i jednocześnie nastąpił wzrost obaw o recesję w gospodarkach rozwiniętych, przy jednoczesnym spadku presji inflacyjnej i oczekiwań inflacyjnych. Skłoniło to główne banki centralne do skoordynowanej obniżki stóp procentowych. Zmiany w otoczeniu zewnętrznym coraz silniej oddziaływały także na gospodarkę polską, przyczyniając się do pogorszenia ocen gospodarstw domowych i przedsiębiorstw odnośnie do przyszłej sytuacji gospodarczej. Na posiedzeniu w październiku Rada oceniła, że spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego będzie silniejsze, niż wcześniej oczekiwano, co stanowić będzie czynnik łagodzący presję inflacyjną w średnim okresie. Dodatkowo wywołany zwiększoną awersją do ryzyka wzrost rynkowych stóp procentowych skutkował wzrostem kosztu kredytu, a zaburzenia płynnościowe na rynkach pieniężnych skłaniały banki do zaostrzania warunków przyznawania kredytów. W tej sytuacji, na październikowym posiedzeniu Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu w średnim okresie za zbliżone do prawdopodobieństwa, że inflacja będzie

niższa od celu, i utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie ze względu na związany z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych utrudniony dostęp do finansowania pozycji walutowych przez banki komercyjne w październiku Rada wprowadziła dodatkowy instrument polityki pieniężnej – swap walutowy.

W listopadzie i grudniu nasilał się niekorzystny wpływ globalnego kryzysu finansowego na aktywność gospodarczą na świecie, co przyczyniło się do kontynuacji spadku cen wielu surowców oraz żywności na międzynarodowych rynkach, a w konsekwencji do istotnego obniżenia się inflacji na świecie. W tej sytuacji wiele banków centralnych znacząco łagodziło w tym okresie politykę pieniężną. Także w Polsce roczna inflacja obniżała się, pozostając jednak do listopada powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, co wynikało w znacznej mierze z dokonywanych w 2008 r. podwyżek cen kontrolowanych. Na posiedzeniach w listopadzie i grudniu Rada oceniła, że oczekiwane znaczące obniżenie krajowego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku spadku inflacji. Ponadto związany ze spadkiem tempa wzrostu PKB spadek popytu na pracę miał, w ocenie Rady, skutkować obniżeniem presji płacowej w średnim okresie; wskazywały na to także napływające w tym okresie dane o zatrudnieniu, bezrobociu i wynagrodzeniach, sygnalizujące stopniowe zmniejszanie się napięć na rynku pracy. Za czynniki opóźniające obniżanie się inflacji Rada uznała dalszy wzrost cen kontrolowanych oraz obserwowaną w poprzednich miesiącach deprecjację kursu złotego. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, na posiedzeniach w listopadzie i grudniu Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu, i podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych NBP odpowiednio o 0,25 pkt. proc. i o 0,75 pkt. proc., a więc łącznie o 1 pkt. proc.

We wrześniu 2008 r. miała miejsce wspólna deklaracja Prezesa Rady Ministrów Rzeczypospolitej Polskiej oraz Rady Polityki Pieniężnej, zgodnie z którą rok 2011 powinien być rokiem spełnienia kryteriów konwergencji z Maastricht i pozytywnej oceny dotyczącej przystąpienia Polski do strefy euro. W *Informacjach po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w ostatnich miesiącach 2008 r. Rada podtrzymywała stanowisko, że przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro w Polsce. Uwarunkowania makroekonomiczne oraz niepewność dotycząca perspektyw przyjęcia euro w Polsce związana m.in. z brakiem konsensusu politycznego w tej sprawie były uwzględniane przez Radę w polityce pieniężnej prowadzonej w ostatnich miesiącach 2008 r.

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego była, podobnie jak w poprzednich latach, komunikacja z otoczeniem. W jej ramach Rada przedstawiała swoje oceny aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2008 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 posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej*³ (Załącznik nr 6), a także publikowane raz w roku: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na 2007 r. i Założenia polityki pieniężnej na 2009 r.*

³ W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (Załącznik nr 6) znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które istotnie wpływały na decyzje podejmowane przez Radę w 2008 r.

3. Instrumenty polityki pieniężnej⁴

W 2008 r. Narodowy Bank Polski realizował politykę pieniężną, oddziałując na poziom inflacji za pomocą stóp procentowych. Rada Polityki Pieniężnej określała wysokość oficjalnych stóp procentowych NBP, które wyznaczały rentowności instrumentów polityki pieniężnej. W celu kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych, NBP wykorzystywał następujące instrumenty: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwę obowiązkową. Wpływając na poziom krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który byłby spójny z założonym celem inflacyjnym.

W pierwszych trzech kwartałach 2008 r. sytuacja na światowych rynkach finansowych miała ograniczony wpływ na funkcjonowanie krajowych rynków finansowych. W związku z tym Narodowy Bank Polski realizował politykę pieniężną za pomocą zestawu instrumentów zbliżonego do wykorzystywanego w roku poprzednim. Raptowne pogorszenie sytuacji na międzybankowym rynku pieniężnym nastąpiło po ogłoszeniu upadłości Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. Zaburzenia na rynkach międzynarodowych przeniosły się na rynek krajowy, czego wynikiem było m.in. znaczące ograniczenie płynności rynku międzybankowego. Narastający kryzys zaufania prowadził do wzajemnego ograniczania limitów kredytowych pomiędzy bankami oraz do zmiany sposobu zarządzania płynnością przez banki. Nastąpił istotny spadek obrotów na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych oraz skrócenie terminu zapadalności zawieranych transakcji.

Biorąc pod uwagę wzrost napięć na krajowych rynkach finansowych oraz trudności banków z uzyskiwaniem finansowania w walucie krajowej oraz walutach zagranicznych, w październiku 2008 r. NBP podjął dodatkowe działania w ramach tzw. „Pakietu zaufania”. Biorąc pod uwagę wzrost napięć na krajowych rynkach finansowych, będących wynikiem oddziaływania sytuacji na rynkach światowych, w październiku 2008 r. NBP podjął ponadto dodatkowe działania w ramach tzw. „Pakietu zaufania”. Koncentrowały się one na osiągnięciu trzech celów:

1. umożliwieniu bankom pozyskiwania środków złotych na okresy dłuższe niż jeden dzień,
2. umożliwieniu bankom pozyskiwania środków walutowych,
3. zwiększeniu możliwości pozyskiwania płynności złotej przez banki poprzez rozszerzenie zabezpieczeń operacji z NBP.

⁴ W przypadku podawania wartości średnich w roku (w tym również stawki POLONIA) oraz skali łącznego wykorzystania danego instrumentu w ciągu roku, w całym Rozdziale 3 wzięto pod uwagę wartości w okresach utrzymania rezerwy obowiązkowej w 2008 r., tj. łącznie w okresie od 31 grudnia 2007 r. do 30 grudnia 2008 r.

NBP rozpoczął zasilanie sektora bankowego w płynność krajową za pomocą operacji repo z terminem zapadalności do 3 miesięcy, utrzymując emisję 7-dniowych bonów pieniężnych jako podstawowego instrumentu służącego absorpcji nadpłynności. Jednocześnie poszerzano zakres aktywów mogących stanowić zabezpieczenie operacji refinansujących NBP oraz umożliwiono bankom pozyskiwanie płynności walutowej w ramach transakcji typu swap walutowy.

3.1. Nadpłynność sektora bankowego

Poziom krótkoterminowej płynności sektora bankowego w 2008 r., liczonej jako saldo podstawowych i dostrajających operacji otwartego rynku, operacji typu swap walutowy oraz operacji depozytowo-kredytowych wyniósł średnio 10.964 mln zł. W porównaniu z 2007 r. poziom ten spadł o 8.850 mln zł, tj. 45%.

Na kształtowanie się płynności sektora bankowego wpływ miały zmiany niezależnych od NBP czynników autonomicznych.

Największy wpływ na zmniejszenie się poziomu płynności sektora bankowego miał wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu o 16.272 mln zł, w ujęciu grudzień 2008 r. do grudnia 2007 r. Roczne tempo wzrostu gotówki wyniosło 19,01%, na co wpływ miało m.in. masowe wypłacanie gotówki z banków w październiku (łącznie ponad 8 mld zł w ciągu sześciu dni).

Dodatkowo, na ograniczenie płynności o 3.972 mln zł wpłynął przyrost poziomu depozytów w bankach komercyjnych w 2008 r., który spowodował wzrost poziomu rezerwy wymaganej o 20,5%.

W kierunku zwiększenia skali płynności oddziaływał głównie skup walut obcych przez NBP (wyższy od sprzedaży), wpływając na jej wzrost średnio o 6.363 mln zł.

Kolejnym istotnym czynnikiem powodującym wzrost nadpłynności był spadek depozytów sektora publicznego w NBP. Wpłynął on na zwiększenie płynności o 4.956 mln zł.

Pozostałymi czynnikami, powodującymi w mniejszym stopniu wzrost płynności sektora bankowego były wypłaty NBP obejmujące: dyskonto bonów pieniężnych NBP, odsetki od rezerwy obowiązkowej i obligacji NBP.

Od połowy września 2008 r., w związku z kryzysem na rynkach finansowych, banki komercyjne zaczęły ostrożniej inwestować posiadane środki finansowe w operacje otwartego rynku. Zmniejszenie się popytu na bony pieniężne NBP, w stosunku do istniejących warunków

płynnościowych, doprowadziło do znacznej nadwyżki środków finansowych posiadanych przez banki na rachunkach bieżących w stosunku do rezerwy wymaganej oraz do składania wysokiego depozytu na koniec dnia w NBP. Średni poziom depozytu na koniec dnia w NBP w 2008 r. wyniósł 1.421 mln zł, przy czym do sierpnia 2008 r. wyniósł 417 mln zł, natomiast od września do końca roku osiągnął średni poziom 3.455 mln zł (poziom maksymalny wyniósł ok. 17 mld zł).

3.2. Narzędzia realizacji polityki pieniężnej

Stopa procentowa

W 2008 r. podstawowym instrumentem polityki pieniężnej była krótkoterminowa stopa procentowa. Rada Polityki Pieniężnej określała wysokość stóp procentowych NBP, które wyznaczały oprocentowanie instrumentów polityki pieniężnej.

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

Stopy depozytowa i lombardowa NBP wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych *overnight* na rynku międzybankowym. Stopa redyskonta weksli pośrednio określała oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej.

W 2008 r. Rada Polityki Pieniężnej sześciokrotnie dokonywała zmian stóp procentowych NBP. W pierwszej połowie roku stopy procentowe NBP były czterokrotnie podnoszone, a następnie dwukrotnie obniżane w ostatnim kwartale 2008 r. W efekcie stopy referencyjna, lombardowa, depozytowa oraz redyskonta weksli na koniec 2008 r. kształtowały się na takim samym poziomie, jak na koniec roku poprzedniego. Szerokość korytarza wahań krótkoterminowych stawek rynkowych pozostawała niezmienną i wynosiła +/-1,5 punktu procentowego wokół stopy referencyjnej.

Tabela 2

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian oficjalnych stóp procentowych w 2008 r.

Data podjęcia decyzji*	Decyzja:
30 stycznia 2008 r.	- Podwyższenie stopy referencyjnej z 5,00% do 5,25% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,50% do 6,75% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 5,25% do 5,50% - Podwyższenie stopy depozytowej z 3,50% do 3,75%.
27 lutego 2008 r.	- Podwyższenie stopy referencyjnej z 5,25% do 5,50% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,75% do 7,00% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 5,50% do 5,75% - Podwyższenie stopy depozytowej z 3,75% do 4,00%.
26 marca 2008 r.	- Podwyższenie stopy referencyjnej z 5,50% do 5,75% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,00% do 7,25% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 5,75% do 6,00% - Podwyższenie stopy depozytowej z 4,00% do 4,25%.
25 czerwca 2008 r.	- Podwyższenie stopy referencyjnej z 5,75% do 6,00% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,25% do 7,50% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 6,00% do 6,25% - Podwyższenie stopy depozytowej z 4,25% do 4,50%.
26 listopada 2008 r.	- Obniżenie stopy referencyjnej z 6,00% do 5,75% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,50% do 7,25% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,25% do 6,00% - Obniżenie stopy depozytowej z 4,50% do 4,25%.
23 grudnia 2008 r.	- Obniżenie stopy referencyjnej z 5,75% do 5,00% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 7,25% do 6,50% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 6,00% do 5,25% - Obniżenie stopy depozytowej z 4,25% do 3,50%.

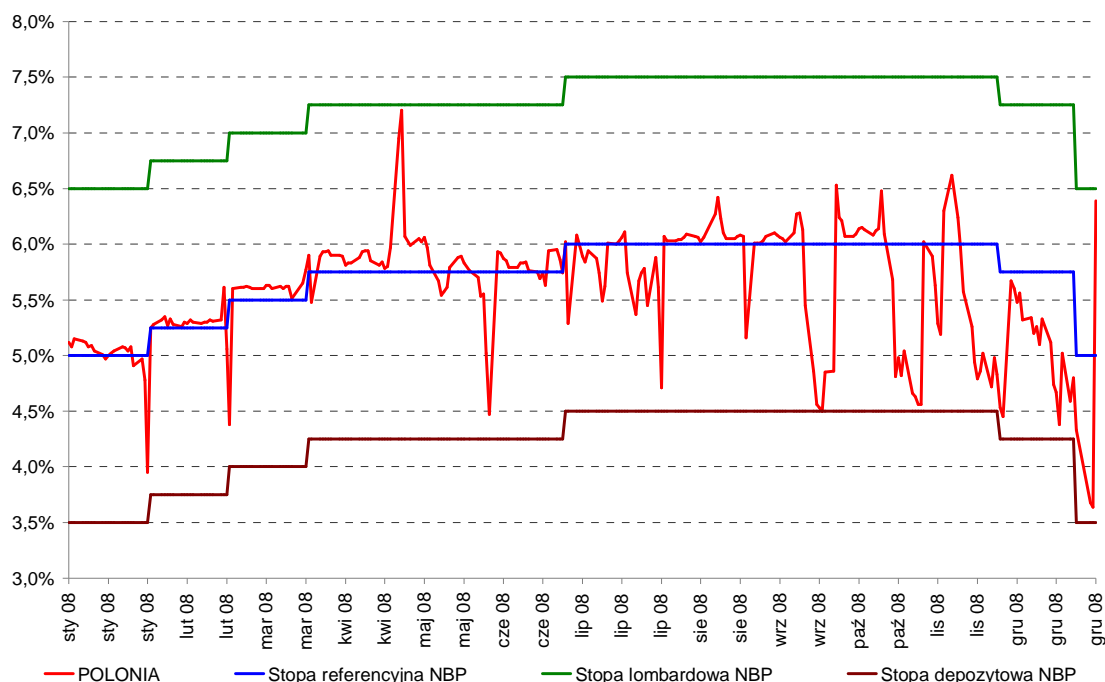
Źródło: Dane NBP.

* Decyzje wchodziły w życie następnego dnia roboczego.

Od 2008 r. NBP oddziałuje na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w taki sposób, aby stawka POLONIA kształtowała się wokół stopy referencyjnej NBP. W roku poprzednim celem tym było kształtowanie stawki WIBOR SW. Zmiana wynikała z tendencji zachodzących w strukturze terminowej rynku pieniężnego. W ostatnich latach wzrastał m.in. udział lokat *overnight* w całości obrotów na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych. Stanowią one zdecydowaną większość transakcji.

W pierwszych trzech kwartałach 2008 r. stawka POLONIA podążała za zmianami stopy referencyjnej NBP. Jedynie w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej dochodziło do przejściowych większych odchyień stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP.

Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2008 r.



Źródło: Dane NBP.

W ostatnim kwartale 2008 r., nasilające się zaburzenia na światowych rynkach finansowych istotnie wpłynęły na sytuację na rynku krajowym i na zachowanie banków. W warunkach znacznego wzrostu niepewności i braku zaufania na rynku międzybankowym, banki – z powodów ostrożnościowych – pozostawiały na własnych rachunkach znaczne nadwyżki środków, co prowadziło do spadku ceny pieniądza w terminie *overnight*, a tym samym do kształtowania się stawki POLONIA poniżej stopy referencyjnej NBP.

Średnie odchylenie⁵ stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP w 2008 r. wyniosło 32 punkty bazowe (w 2007 r. 23 punkty bazowe), przy czym w pierwszych trzech kwartałach wyniosło 20 punktów bazowych, a w czwartym kwartale 70 punktów bazowych.

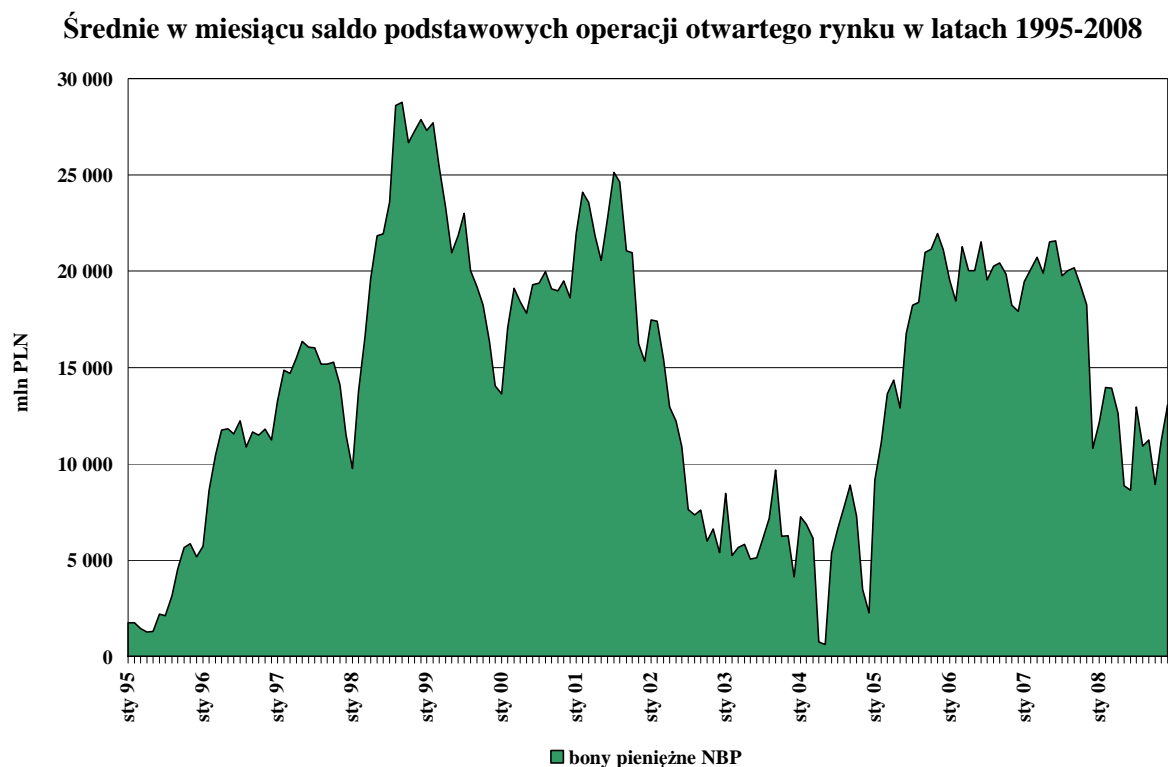
Operacje otwartego rynku

W 2008 r. operacje otwartego rynku były podstawowym instrumentem służącym do utrzymywania krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie spójnym z realizacją ustalonego przez RPP celu inflacyjnego. W ramach tego rodzaju operacji NBP mógł stosować operacje podstawowe, dostrajające oraz strukturalne.

⁵ Średnie odchylenie stawki POLONIA zostało przeliczone wg jednolitej bazy 365 dni w roku.

Operacje podstawowe były przeprowadzane w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Stosowano je, podobnie jak w roku poprzednim, w sposób regularny (raz w tygodniu). W pierwszych trzech kwartałach 2008 r. popyt zgłaszany przez banki na operacjach podstawowych był zbliżony do podaży bonów ogłaszanej przez NBP. Tym samym banki lokowały przeważającą część nadwyżki środków w ramach tego rodzaju operacji.

Wykres 6



Źródło: Dane NBP.

Pogarszająca się od drugiej połowy września (po ogłoszeniu upadłości Lehman Brothers) sytuacja na światowych rynkach finansowych oraz problemy płynnościowe kolejnych zagranicznych podmiotów rynku finansowego wpłynęły pośrednio na funkcjonowanie krajowego rynku międzybankowego. Banki znacząco zmniejszyły lokowanie nadwyżek środków w ramach podstawowych operacji otwartego rynku, utrzymując dodatkową płynność na rachunkach bieżących (jako bufor bezpieczeństwa), nawet kosztem składania niższej oprocentowanego (w odniesieniu do operacji podstawowych) depozytu na koniec dnia. Preferowały zarządzanie własną pozycją płynnościową w terminie *overnight*, ograniczając lokowanie nadwyżek środków na dłuższe terminy.

Dostęp do operacji podstawowych miały wszystkie banki uczestniczące w systemie SORBNET, posiadające jednocześnie rachunek w Rejestrze Papierów Wartościowych prowadzonym w NBP oraz aplikację ELBON, a także Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

W 2008 r. Narodowy Bank Polski, poza podstawowymi operacjami otwartego rynku, miał również możliwość przeprowadzania operacji dostrajających. W ramach działań związanych z realizacją „Pakietu zaufania”, od 17 października 2008 r. NBP rozpoczął przeprowadzanie operacji repo, zasilających sektor bankowy w płynność. Pierwsza dostrajająca operacja repo została przeprowadzona w dniu 17 października 2008 r. W jej wyniku sektor bankowy został zasilony w płynność na okres 6 dni. Kolejna operacja repo została przeprowadzona w dniu 21 października 2008 r., z terminem zapadalności wynoszącym 14 dni. Począwszy od listopada 2008 r. NBP zasilał banki w płynność za pomocą zasilających operacji repo z 3-miesięcznym terminem zapadalności. W dniu 16 grudnia 2008 r. przeprowadzona została ponadto 28-dniowa operacja repo.

W 2008 r. zostało przeprowadzonych 6 operacji repo. Średni poziom płynności sektora bankowego z tego tytułu był wyższy odpowiednio: w październiku o 4,3 mld zł, w listopadzie o 8,5 mld zł i w grudniu o 12,8 mld zł. W ujęciu średniorocznym, poziom operacji typu repo w 2008 r. wyniósł 2,1 mld zł. Na koniec 2008 r. saldo zasilenia sektora bankowego w ramach operacji repo wyniosło 15,3 mld zł.

W ramach operacji dostrajających NBP dokonał również dodatkowych emisji bonów pieniężnych, na okresy krótsze od terminu zapadalności operacji podstawowych. Ich przeprowadzenie wynikało z dążenia do ograniczenia występującej w sektorze bankowym znaczącej nadwyżki płynności prowadzącej do znacznego spadku stawki POLONIA. Pierwsza tego typu operacja została przeprowadzona 25 listopada 2008 r. i miała 3-dniowy okres zapadalności. Kolejna, 2-dniowa, została wykonana w dniu 10 grudnia. Z uwagi na fakt, że wpływ obu operacji na poziom stawki POLONIA okazał się niewielki i miał charakter przejściowy, NBP w późniejszym okresie nie przeprowadzał tego rodzaju działań.

Dostęp do operacji dostrajających początkowo posiadało 13 banków najbardziej aktywnych na rynku pieniężnym i walutowym, z którymi Narodowy Bank Polski podpisał umowy w sprawie pełnienia funkcji Dealera Rynku Pieniężnego. Od 7 listopada 2008 r. – decyzją Zarządu NBP – operacje dostrajające były przeprowadzane ze wszystkimi bankami spełniającymi warunki niezbędne do uczestniczenia w operacjach podstawowych.

W 2008 r. nie zaistniała konieczność zmiany długoterminowej struktury płynności sektora bankowego. W związku z tym, NBP nie przeprowadzał strukturalnych operacji otwartego rynku.

Rezerwa obowiązkowa

W 2008 r. obowiązkowi utrzymania rezerwy obowiązkowej na rachunkach w NBP podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych i oddziały banków zagranicznych działających w Polsce. Rezerwa obowiązkowa była utrzymywana w systemie uśrednionym. Banki były zobowiązane do utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP w okresie rezerwowym na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej.

Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowiły zwrotne środki pieniężne gromadzone na rachunkach bankowych oraz uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych. Z podstawy naliczania rezerwy wyłączone były środki przyjęte od innego banku krajowego, pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata oraz gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-kredytowych w kasach mieszkaniowych i indywidualnych kontach emerytalnych. Rezerwa obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych. Stopy rezerwy nie zostały zmienione w 2008 r. i wynosiły 3,5% od wszystkich zobowiązań, z wyjątkiem środków pozyskanych ze sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu, od których stopa rezerwy wynosiła 0%.

Wartość naliczonej rezerwy banki pomniejszały o równowartość 500 tys. euro. Środki rezerwy obowiązkowej były oprocentowane na poziomie 0,9 stopy redyskontowej weksli.

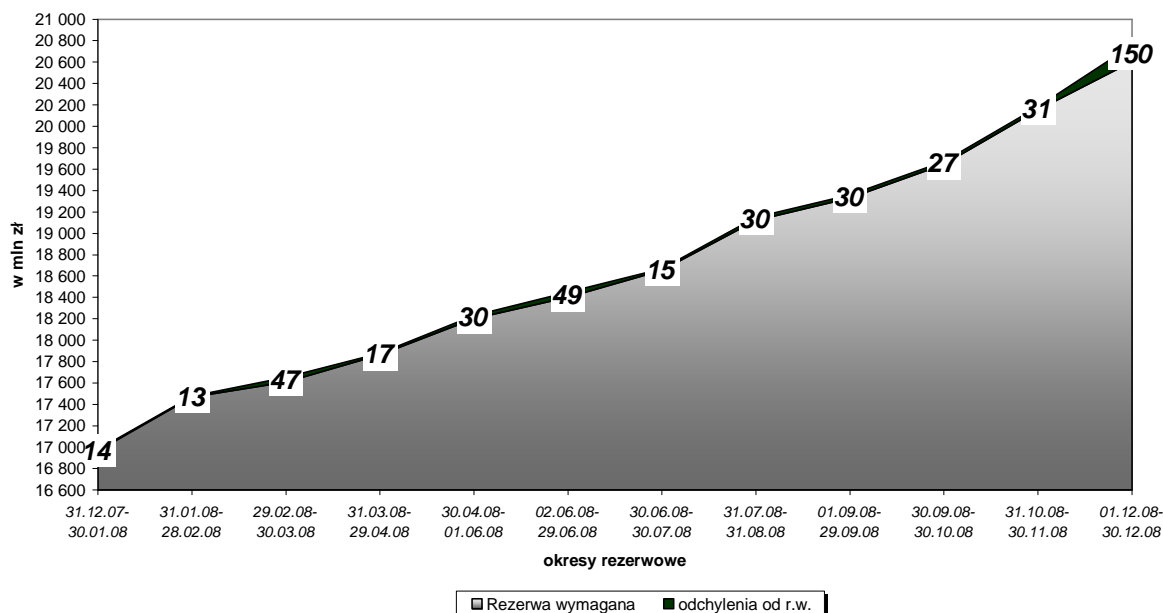
Poziom rezerwy obowiązkowej na dzień 31 grudnia 2008 r. wyniósł 21.089 mln zł i w porównaniu do stanu na 31 grudnia 2007 r. wzrósł o 4.123 mln zł (24,3%).

Na wzrost wielkości rezerwy obowiązkowej największy wpływ miał przyrost o 23,4% depozytów stanowiących podstawę jej naliczania, objętych dodatnią stopą rezerwy.

We wszystkich okresach rezerwowych utrzymywała się niewielka nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach banków w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej, która przeciętnie wyniosła 38 mln zł (tj. 0,20%). W poszczególnych okresach nadwyżka ta wynosiła od 13 mln zł w lutym (0,07%) do 150 mln zł w grudniu (0,73%). Wyższy poziom odchylenia rezerwy utrzymywanej na rachunkach od rezerwy wymaganej w grudniu 2008 r. był wynikiem ostrożnego zarządzania bieżącą płynnością przez banki w końcu roku, przy występujących jednocześnie zaburzeniach płynnościowych na rynkach światowych.

Wykres 7

Zmiany w poziomie rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2008 r.



Źródło: Dane NBP.

Utrzymujące się przez cały rok minimalne różnice pomiędzy rezerwą wymaganą a utrzymywaną na rachunkach w poszczególnych okresach rezerwowych były efektem:

- prawidłowego zarządzania aktywami w bankach,
- korzystania przez banki z instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP (kredyt techniczny, depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy), a także
- oprocentowania środków rezerwy tylko do wysokości rezerwy wymaganej.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje kredytowo-depozytowe, przeprowadzane z inicjatywy banków komercyjnych, miały na celu krótkoterminowe uzupełnienie płynności systemu bankowego bądź lokowanie przez banki nadwyżek wolnych środków na okresy jednodniowe w NBP. Operacje te zapobiegały nadmiernym wahaniom stóp na rynku międzybankowym. Kredyt lombardowy i depozyt na koniec dnia to podstawowe instrumenty zaliczane do operacji kredytowo-depozytowych.

Stopa procentowa kredytu lombardowego wyznaczająca maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP określała jednocześnie górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym, natomiast stopa depozytowa stanowiła ograniczenie korytarza ich odchylenia od dołu.

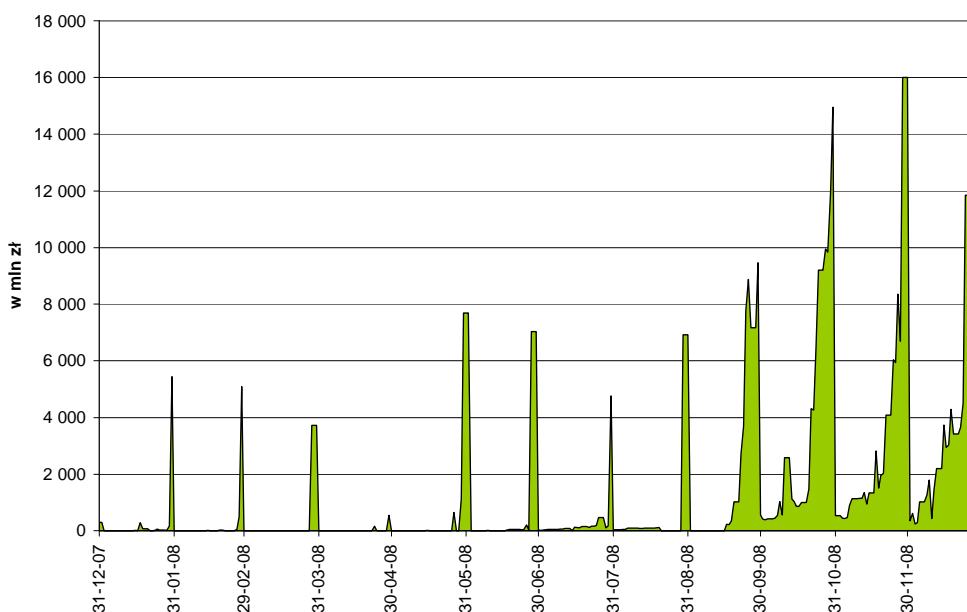
W roku 2008 banki korzystały z kredytu lombardowego pod zastaw papierów wartościowych uzupełniając bieżącą płynność na rachunkach bieżących w NBP. W ramach realizacji przez NBP działań objętych „Pakiem zaufania” od dnia 27 października 2008 r. (uchwała nr 44/2008 Zarządu NBP) zabezpieczeniem kredytu lombardowego udzielanego przez NBP mogą być również inne dłużne papiery wartościowe zdeponowane w KDPW S.A. tj. obligacje EBI, listy zastawne, obligacje komunalne i obligacje korporacyjne emitentów krajowych. Szczegółowa lista tych papierów publikowana jest na stronie internetowej NBP.

Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 5,2 mld zł wobec 6,7 mld zł w 2007 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 14,3 mln zł w stosunku do 18,5 mln zł w 2007 r.

W 2008 r. banki złożyły lokaty terminowe w NBP ogółem w kwocie 520,1 mld zł (liczone za dni ich wykorzystania) i były one ponad 2,5-krotnie wyższe w stosunku do depozytów złożonych w roku poprzednim. Łączna wysokość depozytu na koniec dnia składanego przez banki wahała się od 41 tys. zł do 17,3 mld zł. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 1,4 mld zł w stosunku do 0,5 mld zł w 2007 r. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w ostatnich dniach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Wykres 8

Wykorzystanie depozytu na koniec dnia w NBP w 2008 r. (dane dzienne)



Źródło: Dane NBP.

Swapy walutowe

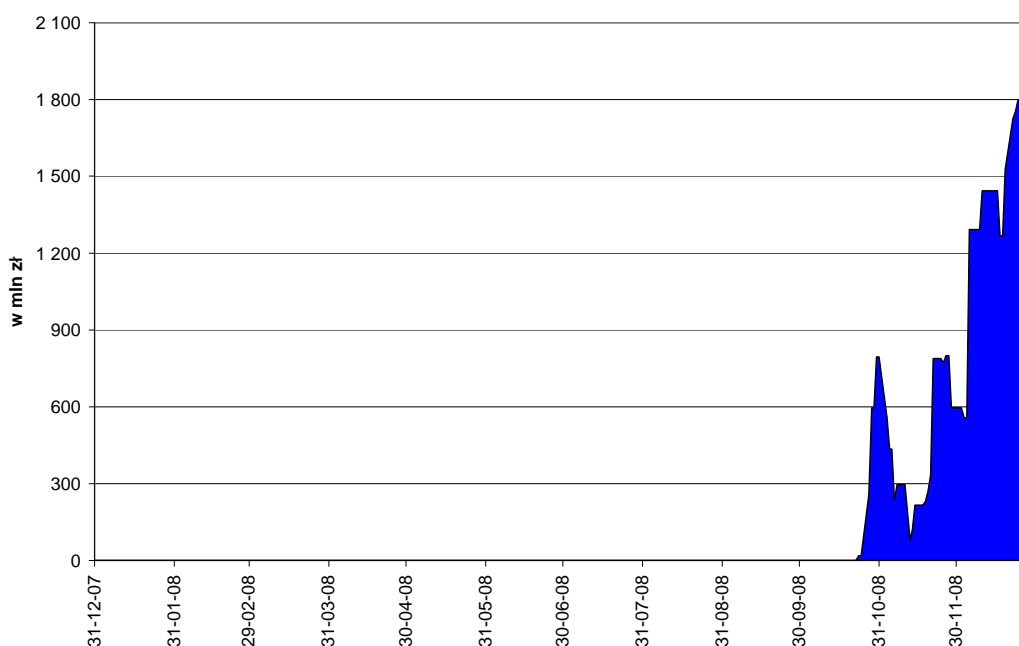
W dniu 13 października 2008 r. RPP dokonała modyfikacji w instrumentarium polityki pieniężnej, uzupełniając je o transakcje typu swap walutowy. Dzięki temu, w ramach swapa walutowego NBP mógł dokonywać kupna (lub sprzedaży) złotego za walutę obcą na rynku kasowym przy jednoczesnej jego odsprzedaży (lub odkupie), w ramach transakcji terminowej, w określonej dacie.

Począwszy od 17 października 2008 r. operacje tego rodzaju były oferowane bankom na parach walut USD/PLN oraz EUR/PLN. Pierwsza transakcja typu swap walutowy została zawarta w dniu 21 października 2008 r. Do dnia 7 grudnia 2008 r. transakcje te mogły być zawierane na obu parach walut każdego dnia, z terminem zapadalności wynoszącym 7 dni. Począwszy od 8 grudnia 2008 r. transakcje na parze walut EUR/PLN oferowane były raz w tygodniu, częstotliwość transakcji na parze walut USD/PLN nie uległa zmianie.

W dniu 17 listopada 2008 r. NBP rozpoczął również przeprowadzanie transakcji typu swap walutowy na parze walut CHF/PLN. NBP przeprowadzał dwa rodzaje tego typu operacji. Operacje z terminem zapadalności 7 dni oferowane były regularnie raz w tygodniu. W porozumieniu z Narodowym Bankiem Szwajcarii, NBP przeprowadził również 3-krotnie operacje z terminem zapadalności 84 dni.

Wykres 9

Saldo transakcji typu swap walutowy w 2008 r. (dane dzienne, równowartość w zł)



Źródło: Dane NBP.

Operacje typu swap walutowy ograniczały w czwartym kwartale 2008 r. płynność banków w walucie krajowej średnio w wysokości: w październiku o 75 mln zł, w listopadzie o 476 mln zł a w grudniu o 1.410 mln zł. W ujęciu średniorocznym wpływ operacji typu swap na ograniczenie płynności sektora bankowego w 2008 r. wyniósł 162 mln zł.

Pozostałe operacje

Kredyt techniczny jest instrumentem ułatwiającym bankom zarządzanie płynnością w ciągu dnia operacyjnego, zapewniając jednocześnie płynność rozrachunku międzybankowego w NBP. Jest to kredyt nieoprocentowany, zabezpieczany skarbowymi papierami wartościowymi, zaciągany i spłacany w tym samym dniu operacyjnym. W 2008 r. dzienne zasilenie banków płynnością operacyjną zamykało się w granicach od 11,3 mld zł do 19,5 mld zł. Wykorzystanie kredytu technicznego wzrosło o 17,4% w stosunku do 2007 r.

Kredyt w ciągu dnia w euro pełni rolę instrumentu zapewniającego płynność rozrachunku w systemie SORBNET – EURO. Jest zabezpieczany obligacjami skarbowymi uprzednio zaakceptowanymi przez EBC, zaciągany i spłacany w ciągu dnia operacyjnego. W 2008 r. dzienne zasilanie banków płynnością operacyjną w euro wahało się w granicach od 0,5 mln EUR do 4,2 mln EUR. Wykorzystanie kredytu w ciągu dnia w euro wzrosło o 61,0% w stosunku do 2007 r.

Ponadto, jednym z instrumentów objętym „Pakiem zaufania” było zmniejszenie wysokości stosowanych wskaźników haircuts w odniesieniu do zabezpieczeń kredytu lombardowego i kredytu technicznego. Zostały one obniżone (kredyt lombardowy – od 27 października, kredyt techniczny – od 17 listopada) z 20% do 15% wartości nominalnej papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i NBP.

Zmiana ta miała na celu zwiększenie puli płynności dostępnej dla banków w formie kredytu lombardowego i technicznego przy posiadanym zasobie zabezpieczeń. Biorąc pod uwagę stany posiadanych przez banki skarbowych portfeli papierów wartościowych i papierów wartościowych emitowanych przez NBP, potencjalna kwota środków pozyskiwanych z banku centralnego w ub. roku uległa zwiększeniu o około 6,9 mld zł.

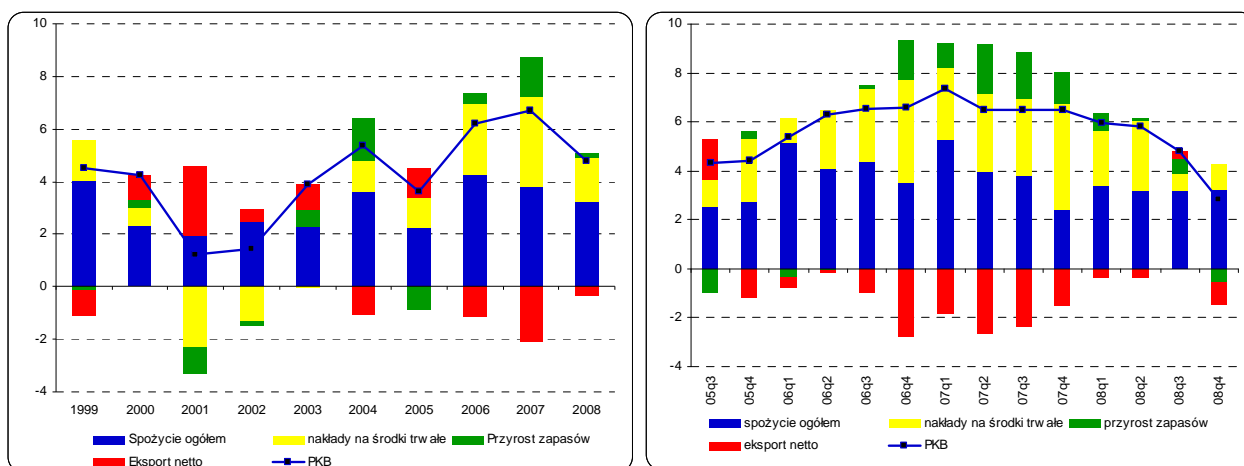
Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny⁶

W 2008 r. popyt krajowy wzrósł o 5,0% r/r, czyli mniej niż w roku poprzednim (8,6% r/r). Na niższy wzrost popytu wpłynęły przede wszystkim: znacząco niższe niż rok wcześniej tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe (spadek z 17,6% r/r w 2007 r. do 7,9% r/r) oraz spadek dynamiki spożycia ogółem (z 4,7% r/r w 2007 r. do 4,1% r/r). Niższa dynamika spożycia ogółem była przede wszystkim efektem spadku tempa wzrostu spożycia zbiorowego (z 3,7% r/r w 2007 r. do 0% r/r), podczas gdy dynamika spożycia indywidualnego nieznacznie wzrosła (z 5,0% r/r w 2007 r. do 5,4% r/r). W 2008 r. dynamika akumulacji (7,7% r/r) była zbliżona do dynamiki inwestycji (7,9% r/r). Eksport rósł wolniej niż import, podobnie jak w latach 2006-2007.

Dynamika wartości dodanej brutto⁷ w 2008 r. wyniosła 4,9% r/r (wobec wzrostu o 6,6% r/r w roku poprzednim). Spadek dynamiki wartości dodanej brutto w 2008 r. był przede wszystkim efektem ograniczenia tendencji wzrostowych w usługach rynkowych (spadek z 6,4% r/r w 2007 r. do 5,6% r/r) oraz przemyśle (spadek z 9,9% r/r w 2007 r. do 3,7% r/r). Na nieznaczną w porównaniu z sektorem przemysłowym skalę spadku dynamiki wartości dodanej w budownictwie (z 12,5% r/r w 2007 r. do 11,3% r/r) wpłynęły wciąż wysokie nakłady w budownictwie mieszkaniowym oraz inwestycje związane z napływem środków z funduszy strukturalnych UE.

Wykres 10

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

⁶ W niniejszym Załączniku uwzględniono dane opublikowane do 20.04.2009 r.

⁷ Produkt krajowy brutto jest równy wartości dodanej brutto, powiększonej o saldo podatków od produktów (w tym ceł importowych) i dotacji do produktów.

Tabela 3

PKB i popyt krajowy w latach 2001–2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Dynamika (w % r/r)							
PKB	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,7	4,8
Popyt krajowy	-1,3	0,9	2,7	6,0	2,4	7,3	8,6	5,0
Spożycie	2,3	3,0	2,6	4,0	2,7	5,2	4,7	4,1
Spożycie indywidualne	2,3	3,4	2,0	4,4	2,0	5,0	5,0	5,4
Akumulacja	-13,4	-7,2	3,3	14,7	1,4	16,1	23,7	7,7
Nakłady brutto na środki trwałe	-9,7	-6,3	-0,1	6,4	6,5	14,9	17,6	7,9
Eksport	3,1	4,8	14,2	14,0	8,0	14,6	9,1	5,8
Import	-5,3	2,6	9,3	15,2	4,7	17,3	13,6	6,2
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt. proc.	2,6	0,5	1,1	-0,8	1,1	-1,1	-2,1	-0,3
	Struktura PKB w cenach bieżących (w %)							
Popyt krajowy	103,7	103,4	102,6	102,4	100,7	101,8	102,8	103,4
Spożycie	82,9	84,8	83,8	82,3	81,5	80,8	78,5	78,7
Akumulacja	20,8	18,6	18,7	20,1	19,3	21,1	24,3	24,7
Eksport netto	-3,7	-3,4	-2,6	-2,4	-0,7	-1,8	-2,8	-3,4

Źródło: Dane GUS.

W wyniku wzrostu dochodów do dyspozycji (o ok. 2,8% r/r) dynamika spożycia indywidualnego w 2008 r. była nieznacznie wyższa niż przed rokiem. Poprawa sytuacji na rynku pracy przyczyniła się do wzrostu dochodów z pracy najemnej w 2008 r. o ok. 6,1% r/r (w cenach bieżących, dane o dochodach według szacunków NBP). Na poziom konsumpcji w 2008 r. wpłynęły również wyższy niż w roku poprzednim napływ środków w ramach Wspólnej Polityki Rolnej.

Dynamika nakładów inwestycyjnych brutto w 2008 r. była znacząco niższa niż rok wcześniej. Recesja w gospodarce światowej i załamanie na globalnych rynkach finansowych przyczyniły się do znacznego spadku dostępności kredytów dla przedsiębiorstw oraz spadku zagranicznego popytu na ich wyroby. W rezultacie przedsiębiorstwa niekorzystnie oceniały przewidywany popyt oraz perspektywy swojego rozwoju i pomimo dobrej sytuacji finansowej i wysokich zysków w 2008 r. znacząco obniżyły dynamikę nakładów inwestycyjnych.

W 2008 r. nadal rósł eksport i import. Tempo wzrostu obrotów handlowych było jednak znacząco niższe niż w roku poprzednim, a w IV kw. zarówno eksport, jak i import spadły w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. W 2008 r. wkład eksportu netto do wzrostu był bliski -0,3 pkt. proc. W konsekwencji nieznacznie wzrósł deficyt rachunku obrotów bieżących (w relacji do PKB z 4,7% w 2007 r. do ok. 5,4% w 2008 r.).

Załącznik nr 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w 2008 r.

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych

W 2008 r. średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 4,2%, a więc ukształtował się na poziomie wyższym od górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5%). W pierwszej połowie roku wskaźnik ten – podobnie jak w roku poprzednim – wykazywał tendencję rosnącą; roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrosła w tym okresie z 4,0% w styczniu do 4,8% w lipcu i sierpniu 2008 r. W kolejnych miesiącach dynamika cen zaczęła jednak stopniowo obniżać się do poziomu 3,3% w grudniu 2008 r. Na taki przebieg ścieżki wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych złożyły się: nadal wysoka w pierwszej połowie i obniżająca się w drugiej połowie roku roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, znaczny wzrost cen energii w pierwszej połowie roku i jego osłabienie w ostatnich miesiącach roku, a także rosnący systematycznie w prawie całym omawianym okresie wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

Silne wstrząsy cenowe na rynku surowców rolnych obserwowane w II poł. 2007 r. wpłynęły na roczną dynamikę cen żywności i napojów bezalkoholowych w całym 2008 r. W pierwszych miesiącach 2008 r. roczna dynamika tych cen utrzymywała się na wysokim poziomie (6,8–7,8%), a począwszy od sierpnia zaczęła się obniżać do poziomu 3,2% w grudniu. Obniżanie się rocznego tempa wzrostu tych cen było związane m.in. z ustępowaniem wpływu wspomnianych wstrząsów (tj. z wystąpieniem ujemnego efektu bazy). W tym samym kierunku oddziaływał również spadek cen na międzynarodowych rynkach wielu surowców rolnych, związany z korzystną sytuacją podażową oraz spadkiem globalnego popytu w wyniku światowego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Ceny energii

Roczna dynamika cen energii w I poł. 2008 r. wykazywała tendencję rosnącą (od 6,9% w styczniu do 9,9% w lipcu 2008 r.), a następnie zaczęła się stopniowo obniżać do 5,6% w grudniu 2008 r. Istotny wpływ na kształtowanie się cen nośników energii w tym okresie miały trzy czynniki: zmiany cen paliw, uzależnione w dużej mierze od zmian poziomu cen ropy naftowej na rynku światowym, zmiany cen podlegających polityce regulacyjnej Urzędu Regulacji Energetyki oraz zmiany krajowych cen węgla przekładające się na wzrost cen opału.

Wysokie tempo wzrostu cen nośników energii w 2008 r. było w dużym stopniu wynikiem znacznych podwyżek cen regulowanych (cen energii elektrycznej, gazu i ciepłej wody), zatwierdzanych przez URE w różnych miesiącach roku. Z kolei dynamika cen paliw na rynku krajowym była wynikiem zmian cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz zmian kursu złotego wobec dolara amerykańskiego, w którym wyceniane są kontrakty na ten surowiec. Silny wzrost światowych cen ropy do lipca 2008 r. przekładał się na wzrost cen paliw w Polsce, natomiast obserwowany od sierpnia do końca 2008 r. spadek cen ropy przyczyniał się do obniżania się cen paliw na rynku krajowym. Czynnikiem łagodzącym transmisję zmian cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych na ceny paliw w Polsce były zmiany kursu złotego do dolara, w którym wyceniane są kontrakty na ten surowiec. Silna aprecjacja złotego do lipca 2008 r. oddziaływała w kierunku ograniczenia wzrostu cen paliw, natomiast jego deprecjacja w kolejnych miesiącach spowodowała, że spadek cen paliw w Polsce był znacznie słabszy od obniżki cen ropy naftowej na świecie.

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii (inflacja bazowa)

W 2008 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen żywności i cen energii stopniowo rosła, od 1,6% w styczniu do 2,9% w listopadzie, a następnie nieznacznie się obniżyła do 2,8% w grudniu. Miesięczne zmiany cen w tej grupie towarów i usług w pierwszej połowie roku były przy tym wyższe niż w jego drugiej połowie. Do wzrostu inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w ujęciu rocznym przyczynił się wyraźny wzrost dynamiki rocznej cen usług oraz nieznaczny wzrost dynamiki cen towarów nieżywnościowych.

Wzrost cen usług w rozważanym okresie spowodowany był przede wszystkim podwyżkami cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania, w tym opłat za wywóz nieczystości (śmieci)⁸, usług kanalizacyjnych, usług związanych z zaopatrywaniem w wodę oraz kosztów zarządu i administracji mieszkań. W pierwszej połowie roku wyraźnie rosły także ceny innych usług, przede wszystkim w grupie „restauracje i hotele”, a także usług związanych z rekreacją i kulturą oraz ze zdrowiem. Silny wzrost rocznego wskaźnika inflacji bazowej w sierpniu 2008 r. (do 2,7%, z 2,2% w lipcu) spowodowany był w dużej mierze dodatnim efektem bazy związanym ze spadkiem cen usług internetowych w sierpniu 2007 r.⁹ Do wzrostu inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w 2008 r. przyczyniały się również podwyżki cen wyrobów tytoniowych,

⁸ Od stycznia 2008 r. do grudnia 2008 r. dynamika cen za wywóz nieczystości (śmieci) wzrosła o 38,1%/r, co było efektem znacznych podwyżek opłat na rzecz samorządów. Na podstawie Rozporządzenia Rady Ministrów od stycznia 2008 r. podwyższono większość opłat za korzystanie ze środowiska, w tym opłaty za składowanie odpadów (do 75 zł/Mg w 2008 r., tj. o ok. 200%).

⁹ W sierpniu 2007 r. miała miejsce promocyjna obniżka cen usług internetowych jednego z operatorów.

związane ze wzrostem stawki podatku akcyzowego od tych towarów¹⁰. Czynnikiem w niewielkim stopniu obniżającym dynamikę cen w tej grupie był natomiast dalszy spadek cen towarów, które są w znacznej części importowane z krajów o niskich kosztach wytwarzania (odzież, obuwie, sprzęt elektroniczny).

¹⁰ W styczniu 2008 r., w ramach procesu dostosowania stawek podatku akcyzowego w Polsce do minimalnych stawek tego podatku wymaganych w prawodawstwie Unii Europejskiej, wprowadzona została wyższa stawka akcyzy na wyroby tytoniowe. Będący efektem tej podwyżki silny wzrost cen tych towarów obserwowany był przede wszystkim dopiero w drugiej połowie 2008 r., co wynikało z utrzymywania przez producentów zapasów towarów wyprodukowanych w roku poprzednim.

Tabela 4

Zmiany cen głównych grup towarów i usług konsumpcyjnych w latach 2007–2008

	CPI	Żywność i napoje bezalkoholowe	Energia	z tego:		Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii	z tego:					
				paliwa	nośniki energii		Towary	towary akcyzowe (alkohol, tytoń)	inne towary	Usługi	koszty związane z utrzymaniem mieszkania, domu	inne usługi
Struktura wag koszyka CPI (w %)												
2007	100,0	26,2	16,1	4,0	12,1	57,7	30,4	5,7	24,7	27,3	6,1	21,2
2008	100,0	25,7	15,0	4,2	10,9	59,3	31,4	5,7	25,7	27,9	6,0	22,0
Zmiana do analogicznego okresu roku poprzedniego (w %)												
2007 I	1,6	2,8	3,0	-3,9	5,2	0,7	-1,4	1,6	-2,0	3,0	2,9	3,0
II	1,9	3,2	3,5	-1,3	5,1	0,8	-1,2	1,7	-1,8	3,1	3,1	3,1
III	2,5	4,3	4,8	4,0	5,1	1,0	-1,0	1,8	-1,6	3,2	3,3	3,1
IV	2,3	4,6	2,9	2,6	3,1	1,1	-0,7	1,9	-1,3	3,2	3,6	3,1
V	2,3	4,3	2,5	0,8	3,1	1,4	-0,4	1,9	-1,0	3,4	3,7	3,3
VI	2,6	4,4	3,4	4,1	3,2	1,5	-0,2	2,5	-0,8	3,5	4,0	3,3
VII	2,3	4,4	3,1	2,7	3,2	1,1	0,1	3,6	-0,7	2,2	4,2	1,6
VIII	1,5	2,8	2,1	-0,5	3,1	0,8	0,3	4,4	-0,6	1,3	4,3	0,4
IX	2,3	5,1	2,8	2,5	2,9	0,9	0,4	4,8	-0,6	1,4	4,5	0,5
X	3,0	6,6	4,3	7,6	3,2	1,0	0,4	5,0	-0,6	1,6	4,6	0,7
XI	3,6	7,6	5,8	13,2	3,4	1,1	0,5	5,1	-0,6	1,8	4,7	0,9
XII	4,0	7,9	7,1	18,1	3,7	1,3	0,7	5,4	-0,4	2,0	4,8	1,2
2008 I	4,0	7,8	6,9	17,0	3,4	1,6	0,2	5,4	-0,9	3,3	8,8	1,8
II	4,2	7,3	8,6	13,8	6,8	1,8	0,3	5,6	-0,8	3,4	9,2	1,8
III	4,1	7,0	7,8	10,1	7,0	2,0	0,6	5,7	-0,5	3,5	9,5	2,0
IV	4,0	6,8	6,8	6,0	7,2	2,1	0,5	5,9	-0,6	3,8	9,5	2,3
V	4,4	7,0	9,0	7,0	9,8	2,1	0,4	6,0	-0,8	3,9	9,8	2,3
VI	4,6	7,6	9,3	7,5	10,0	2,2	0,4	5,8	-0,8	4,1	9,9	2,6
VII	4,8	7,8	9,9	8,2	10,6	2,2	0,2	5,6	-1,0	4,4	10,1	2,9
VIII	4,8	6,9	9,8	6,8	10,9	2,7	0,3	6,4	-1,1	5,5	10,3	4,2
IX	4,5	5,1	9,5	3,7	11,7	2,9	0,6	7,1	-0,9	5,5	10,2	4,2
X	4,2	4,0	9,7	1,9	12,7	2,9	0,6	7,5	-0,9	5,5	10,3	4,2
XI	3,7	2,9	8,2	-6,4	14,0	2,9	0,7	8,1	-1,0	5,5	10,3	4,2
XII	3,3	3,2	5,6	-15,0	13,8	2,8	0,5	8,2	-1,2	5,4	10,3	4,0
I-XII 2007	2,5	4,9	3,8	4,1	3,7	1,0	-0,2	3,3	-1,0	2,5	4,0	2,0
I-XII 2008	4,2	6,1	8,4	4,7	9,9	2,3	0,4	6,4	-0,9	4,5	9,9	3,0
Wkład do CPI (w pp.)												
2007 I	1,6	0,7	0,5	-0,2	0,6	0,4	-0,4	0,1	-0,5	0,8	0,2	0,6
II	1,9	0,8	0,6	-0,1	0,6	0,5	-0,4	0,1	-0,5	0,8	0,2	0,6
III	2,5	1,1	0,8	0,2	0,6	0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,9	0,2	0,7
IV	2,3	1,2	0,5	0,1	0,4	0,7	-0,2	0,1	-0,3	0,9	0,2	0,7
V	2,3	1,1	0,4	0,0	0,4	0,8	-0,1	0,1	-0,2	0,9	0,2	0,7
VI	2,6	1,1	0,6	0,2	0,4	0,9	-0,1	0,1	-0,2	1,0	0,2	0,7
VII	2,3	1,1	0,5	0,1	0,4	0,6	0,0	0,2	-0,2	0,6	0,3	0,4
VIII	1,5	0,7	0,3	0,0	0,4	0,4	0,1	0,2	-0,2	0,4	0,3	0,1
IX	2,3	1,3	0,5	0,1	0,4	0,5	0,1	0,3	-0,2	0,4	0,3	0,1
X	3,0	1,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,1	0,3	-0,2	0,4	0,3	0,1
XI	3,6	2,0	0,9	0,5	0,4	0,6	0,2	0,3	-0,1	0,5	0,3	0,2
XII	4,0	2,1	1,1	0,7	0,5	0,8	0,2	0,3	-0,1	0,6	0,3	0,3
2008 I	4,0	2,0	1,0	0,6	0,4	1,0	0,1	0,3	-0,2	0,9	0,5	0,4
II	4,2	1,9	1,3	0,5	0,7	1,1	0,1	0,3	-0,2	0,9	0,5	0,4
III	4,1	1,8	1,2	0,4	0,8	1,2	0,2	0,3	-0,1	1,0	0,6	0,4
IV	4,0	1,7	1,0	0,2	0,8	1,2	0,2	0,3	-0,2	1,1	0,6	0,5
V	4,4	1,8	1,3	0,3	1,1	1,2	0,1	0,3	-0,2	1,1	0,6	0,5
VI	4,6	1,9	1,4	0,3	1,1	1,3	0,1	0,3	-0,2	1,2	0,6	0,6
VII	4,8	2,0	1,5	0,4	1,1	1,3	0,1	0,3	-0,3	1,2	0,6	0,6
VIII	4,8	1,7	1,5	0,3	1,2	1,6	0,1	0,4	-0,3	1,5	0,6	0,9
IX	4,5	1,3	1,4	0,2	1,3	1,7	0,2	0,4	-0,2	1,5	0,6	0,9
X	4,2	1,0	1,5	0,1	1,4	1,7	0,2	0,4	-0,2	1,5	0,6	0,9
XI	3,7	0,8	1,2	-0,3	1,5	1,7	0,2	0,5	-0,3	1,5	0,6	0,9
XII	3,3	0,8	0,9	-0,7	1,5	1,6	0,2	0,5	-0,3	1,5	0,6	0,9
I-XII 2007	2,5	1,3	0,6	0,2	0,4	0,6	-0,1	0,2	-0,3	0,7	0,2	0,4
I-XII 2008	4,2	1,6	1,3	0,2	1,1	1,4	0,1	0,4	-0,2	1,3	0,6	0,7

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Załącznik nr 3. Bilans płatniczy¹¹

W 2008 r. deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego wyniósł 19,6 mld EUR (wobec 14,6 mld EUR w 2007 r.). Relacja deficytu obrotów bieżących do PKB wzrosła z 4,7% w 2007 r. do 5,4% w 2008 r. Na pogorszenie salda obrotów bieżących złożyło się pogłębienie deficytu w obrotach towarowych oraz, choć w mniejszym stopniu, obniżenie się dodatniego salda transferów. Na podobnym poziomie jak w 2007 r. utrzymało się dodatnie saldo usług i ujemne saldo dochodów.

Mimo pogłębiającej się od II kw. 2008 r. recesji w gospodarkach krajów UE-15 będących najważniejszym partnerem handlowym Polski, w pierwszych trzech kwartałach 2008 r. dynamika polskiego eksportu była nieco wyższa niż średnio w 2007 r., co związane było z relatywnie wysoką dynamiką sprzedaży do krajów WNP oraz Europy Środkowo-Wschodniej. Na wzrost eksportu złożyło się przede wszystkim zwiększenie sprzedaży wyrobów klasyfikowanych jako maszyny i sprzęt transportowy, co wynikało m.in. z uruchomienia produkcji nowych modeli samochodów w polskich filiach koncernów motoryzacyjnych. Natomiast eksport towarów najbardziej wrażliwych na zmiany koniunktury tj. części samochodowych oraz dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, w którym dominującą rolę odgrywają przedsiębiorstwa zagraniczne i handel korporacyjny, nieco się zmniejszył. Dodatkowo aprecjacja złotego w I poł. 2008 r. wpływała na obniżenie dynamiki eksportu towarów charakteryzujących się niższym stopniem przetworzenia.

W pierwszych trzech kwartałach 2008 r. również dynamika importu utrzymywała się na stosunkowo wysokim poziomie. Było to związane z wciąż wysoką dynamiką popytu krajowego (zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego), relatywnie silnym popytem przedsiębiorstw zorientowanych na eksport (przede wszystkim sektora motoryzacyjnego) oraz rosnącymi w I poł. 2008 r. cenami surowców (zwłaszcza ropy naftowej).

Wyraźne obniżenie aktywności ekonomicznej w IV kw. 2008 r. w głównych światowych gospodarkach, które przyczyniło się do spadku wartości handlu międzynarodowego, spowodowało także zmniejszenie się wartości polskiego eksportu (o 5,0% r/r) i importu (o 0,8% r/r). Spadek eksportu nastąpił w większości grup towarowych. Wyraźnie zmniejszyła się wartość eksportu dóbr pośrednich, a także samochodów. Skala spadku importu była mniejsza ze względu na utrzymujący się na relatywnie wysokim poziomie import dóbr konsumpcyjnych,

¹¹ W niniejszym Załączniku uwzględniono dane opublikowane do 20.04.2009 r.

przy zmniejszeniu się importu dóbr pośrednich (związanym ze znaczącym ograniczeniem eksportu) oraz dóbr inwestycyjnych.

W całym 2008 r. wartość eksportu wzrosła o 12,5%¹² (najwolniej od czasu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej w 2004 r.), podczas gdy wartość importu wzrosła o 15,7%¹³. W efekcie wyższej dynamiki importu niż eksportu, trzeci kolejny rok następowało pogłębianie się deficytu w polskim handlu zagranicznym (do 24,8 mld EUR wobec 18,6 mld EUR w 2007 r. według wstępnych danych GUS), na co największy wpływ miało pogłębienie się deficytu w wymianie z Chinami (o 2,5 mld EUR do -10,4 mld EUR) i z Rosją (o 2,0 mld EUR do -7,8 mld EUR). Natomiast na podobnym poziomie jak w 2007 r. utrzymało się dodatnie saldo w handlu z krajami Unii Europejskiej (pogłębił się deficyt w handlu z krajami UE-15, przy jednoczesnym wzroście nadwyżki w handlu z nowymi krajami członkowskimi).

W 2008 r. następowały znaczące zmiany kursu walutowego, które jednak ze względu na dużą rolę handlu korporacyjnego miały ograniczony wpływ na zmiany wartości polskiego handlu zagranicznego. W okresie styczeń – lipiec 2008 r. kurs złotego nadal się aprecjonował (w tym okresie kurs nominalny umocnił się o 11% wobec euro i 17% wobec dolara amerykańskiego). W sierpniu 2008 r. miała miejsce zmiana trendu kształtowania się kursu wielu walut krajów rozwijających się, w tym złotego, który zaczął się deprecjonować (w okresie sierpień – grudzień 2008 r. nominalny kurs złotego wobec euro osłabił się o 39%, a wobec dolara amerykańskiego o 69%). W całym 2008 r. nominalny kurs złotego osłabił się o 23% wobec euro i o 41% wobec dolara amerykańskiego. Realny efektywny kurs walutowy¹⁴ deflowany indeksem jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przetwórczym (ULC)¹⁵ w I poł. 2008 r. umocnił się o 11%, natomiast w II poł. roku osłabił się o 11%. W całym 2008 r. realny efektywny kurs walutowy deflowany ULC osłabił się o 2%.

W 2008 r. główne wskaźniki finansowe obrazujące zewnętrzną równowagę polskiej gospodarki pogorszyły się w porównaniu do lat poprzednich. Relacje salda obrotów bieżących,

¹² Złożył się na to wzrost wolumenu eksportu o 5,3% (wobec wzrostu o 9,4% w 2007 r.) i wzrost cen transakcyjnych o 6,8% (wobec wzrostu o 5,9% w 2007 r.).

¹³ Złożył się na to wzrost wolumenu importu o 5,7% (wobec wzrostu o 15,1% w 2007 r.) i wzrost cen transakcyjnych o 9,5% (wobec wzrostu o 3,8% w 2007 r.). Wyższy wzrost cen transakcyjnych w imporcie niż w eksporcie przyczynił się do pogorszenia terms of trade w polskim handlu zagranicznym do 97,5 (wobec 102,0 w 2007 r.).

¹⁴ W przypadku efektywnego kursu deflowanego jednostkowymi kosztami pracy obliczenia zostały dokonane na podstawie danych kwartalnych.

¹⁵ Miarą oceny zmian konkurencyjności producentów krajowych na rynkach międzynarodowych jest wskaźnik odzwierciedlający koszty produkcji. Ponadto, ponieważ większość wymiany handlowej dotyczy produktów przemysłu przetwórczego, odpowiednim wskaźnikiem konkurencyjności jest realny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. W obliczeniach wykorzystano dane szacunkowe o ULC za IV kw. 2008 r.

salda obrotów bieżących i kapitałowych oraz salda obrotów towarowych do PKB utrzymały się jednak na bezpiecznym poziomie. Rosnące wykorzystanie funduszy z Unii Europejskiej oddziaływało w kierunku poprawy relacji salda obrotów bieżących i kapitałowych do PKB. Tymczasem światowy kryzys finansowy wpłynął na pogorszenie się warunków dostępu do finansowania zagranicznego, w tym na spadek napływu inwestycji bezpośrednich. W 2008 r. deficyt obrotów bieżących został w 44% sfinansowany napływem kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich (w porównaniu z 90% w 2007 r.).

Tabela 5

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze dla Polski

Wskaźnik ostrzegawczy	2004	2005	2006	2007	2008
Saldo obrotów bieżących/PKB	-4,0%	-1,2%	-2,7%	-4,7%	-5,4%
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,5%	-0,9%	-2,1%	-3,6%	-4,3%
Saldo obrotów towarowych/PKB	-2,2%	-0,9%	-2,0%	-4,0%	-4,6%
Inwestycje bezpośrednie/saldo obrotów bieżących	116,1%	184,4%	115,8%	90,3%	44,0%
(Saldo obrotów bieżących+kapitałowych+ inwestycje bezpośrednie)/PKB	1,1%	1,4%	1,0%	0,6%	-2,0%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług	35,4%	32,3%	29,7%	33,7%	34,1%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	4,0	4,7	3,9	3,9	3,4

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS i NBP.

Załącznik nr 4. Pieniądz i kredyt¹⁶

W 2008 r. tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych stopniowo się obniżało. Dotyczyło to zarówno kredytów konsumpcyjnych, jak i mieszkaniowych. Kluczowym czynnikiem wpływającym na rozwój akcji kredytowej był nasilający się od września 2008 r. globalny kryzys finansowy, który doprowadził do ograniczenia podaży kredytów hipotecznych denominowanych we frankach szwajcarskich. Po stronie popytowej na ograniczenie akcji kredytowej wpływało oczekiwane pogorszenie się sytuacji gospodarczej.

W 2008 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywała się na stabilnym poziomie. Nastąpiła jednak zmiana w strukturze udzielanych kredytów; wyraźnie spadło tempo wzrostu kredytów na zakup nieruchomości, wzrosła natomiast dynamika kredytów inwestycyjnych. Zmiana struktury zadłużenia odzwierciedlała proces przechodzenia przez przedsiębiorstwa do kolejnych faz realizacji inwestycji.

Nasilenie globalnego kryzysu finansowego i związane z tym spadki cen aktywów przyczyniły się do zmiany struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych. Spadki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przyczyniły się do zmniejszenia udziału funduszy inwestycyjnych i akcji w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych. Wzrosło natomiast zainteresowanie depozytami bankowymi, wzmocnione pod koniec 2008 r. przez politykę banków dążących do zwiększenia bazy depozytowej poprzez oferowanie wysokiego oprocentowania lokat. Z kolei tempo wzrostu depozytów dla przedsiębiorstw w całym 2008 r. stopniowo się obniżało.

Dynamika agregatu M3 do lipca 2008 r. rosła, a następnie zaczęła się obniżać. Mimo znacznego przyrostu gotówki w obiegu w III kw. związanego z przejściowym spadkiem zaufania do systemu bankowego po upadku Lehman Brothers w skali całego roku zaobserwowano spadek płynności M3 spowodowany przepływem środków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na lokaty terminowe (do 2 lat włącznie).

¹⁶ Oficjalne publikowane przez NBP dane monetarne pozostają pod wpływem kształtowania się kursu walutowego. Ze względu na silną aprecjację złotego do lipca 2008~r., a następnie jego znaczącą deprecjację czynnik ten miał szczególnie duże znaczenie w 2008 r. Z związku z tym – o ile nie zaznaczono inaczej – prezentowane w Załączniku dane monetarne odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

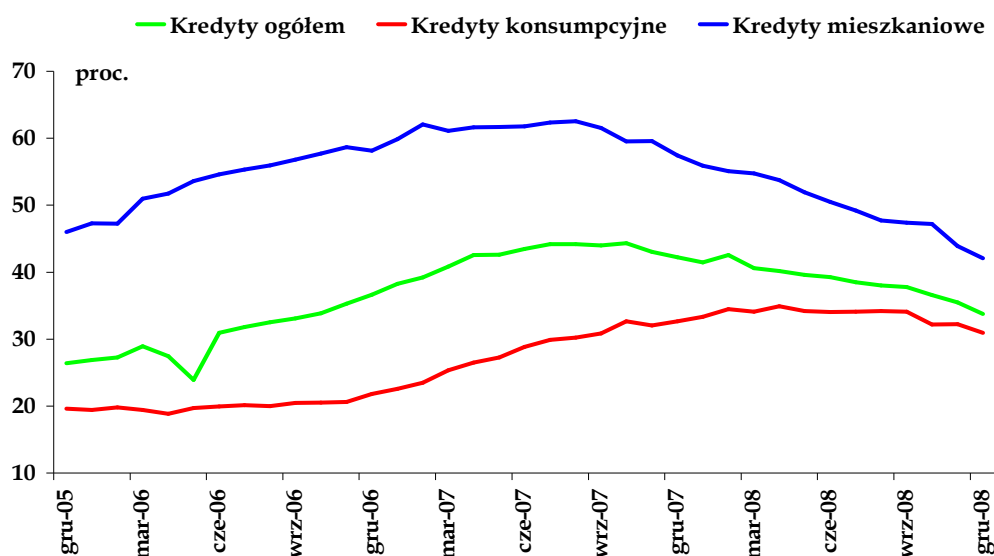
Kredyty dla gospodarstw domowych

Nominalna wartość zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w bankach wzrosła w 2008 r., o 113,8 mld zł do ok. 367 mld zł, podczas gdy w 2007 r. wzrost zadłużenia z tego tytułu wyniósł ok. 70 mld zł. Istotny wpływ na tak wysoki przyrost kredytu miały zmiany kursów walutowych. Po ich wyeliminowaniu przyrost zadłużenia był o ok. 28 mld zł niższy¹⁷.

Najszybciej rosły kredyty mieszkaniowe. Dynamika ich przyrostu obniżyła się jednak stopniowo z 55,9% r/r w styczniu do 42,1% r/r w grudniu 2008 r., przy średniorocznym tempie zmian tej kategorii kredytów na poziomie 59,9%. W porównaniu z 2007 r. oznaczało to obniżenie się średniorocznej dynamiki kredytów mieszkaniowych o ok. 10 pkt. proc.

Wykres 11

Roczne tempo zmian zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

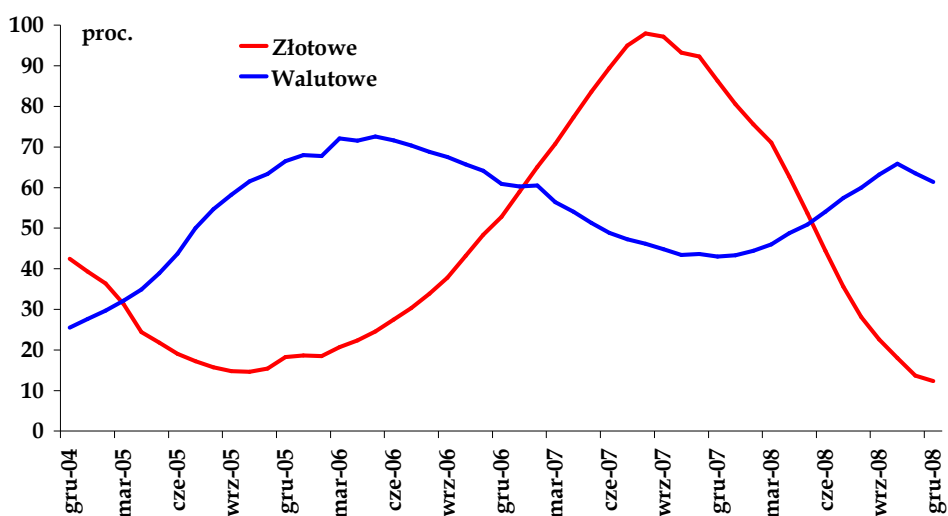
Szybkemu wzrostowi wartości kredytów mieszkaniowych w I poł. 2008 r. sprzyjała przede wszystkim poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, a także wysoki poziom konkurencji w tym segmencie rynku bankowego przekładającym się na niski koszt kredytu oraz wzrost wartości nieruchomości stanowiących jego zabezpieczenie. Jednak w II poł. 2008 r., w związku z globalnym kryzysem finansowym, nastąpiło zaostrzenie polityki kredytowej banków i ograniczenie podaży kredytów dla gospodarstw domowych. Banki motywowały swoje działania (m.in. podniesienie marż oraz pozaodsetkowych kosztów kredytu, zwiększenie wymaganego

¹⁷ W 2007 r. po wyeliminowaniu wpływu zmian kursowych przyrost zadłużenia był o 10,7 mld zł wyższy niż wskazywały na to wielkości nominalne.

udziału własnego w inwestycji) wzrostem ryzyka kredytowego związanego z przewidywanym pogorszeniem sytuacji gospodarczej oraz niekorzystną oceną swojej bieżącej i przewidywanej sytuacji kapitałowej. Najistotniejszym ograniczeniem po stronie podażowej było jednak silne zmniejszenie – począwszy od października 2008 r. – dostępności kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich, co zostało odzwierciedlone w zmianie struktury nowoudzielonych kredytów.

Wykres 12

Roczne tempo zmian kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych

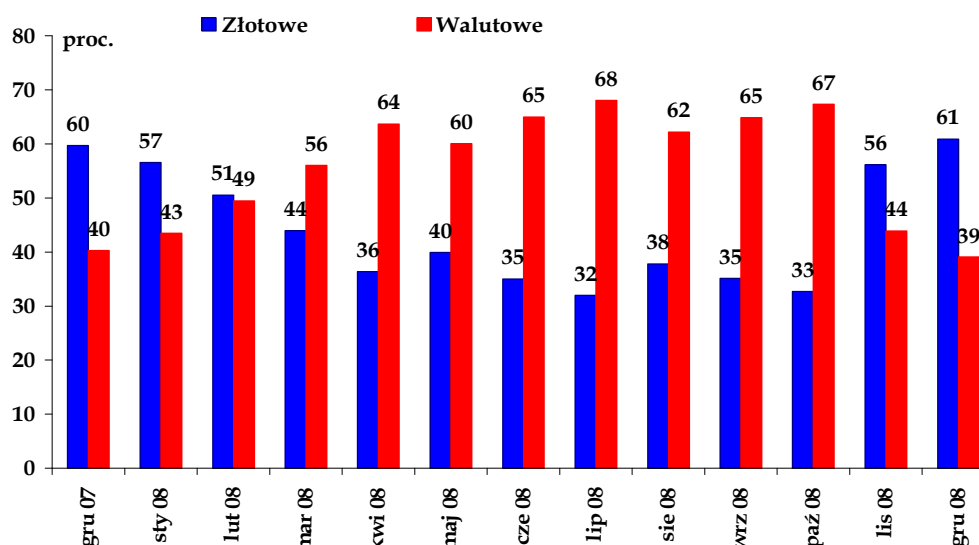


Źródło: Dane NBP.

Udział kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach mieszkaniowych gospodarstw domowych zwiększył się z 43% w styczniu do 67% w październiku 2008 r. W kolejnych miesiącach nastąpił gwałtowny spadek udziału kredytów walutowych w nowoudzielanych kredytach mieszkaniowych (do 39% w grudniu 2008 r.), spowodowany z jednej strony ograniczeniem ich dostępności, a z drugiej znaczącą deprecjacją złotego.

W 2008 r. nie zaobserwowano istotnych zmian dynamiki przyrostu kredytów konsumpcyjnych, która uległa jedynie niewielkiemu obniżeniu z 33,4% r/r w styczniu do 30,9% r/r w grudniu 2008 r. Utrzymanie tempa wzrostu na stosunkowo stabilnym i wysokim poziomie było związane z nadal dobrą sytuacją dochodową gospodarstw domowych.

Nowoudzielone kredyty mieszkaniowe – struktura walutowa



Źródło: NBP – struktura sporządzona w oparciu o informacje pozyskiwane do sprawozdawczości stóp procentowych z próby wybranych 20 banków, których udział w rynku kredytów dla sektora niefinansowego stanowi około 75%.

Kredyty dla przedsiębiorstw

Nominalna wartość zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw w bankach wzrosła w 2008 r., o 48,3 mld zł do ok. 216 mld zł (w 2007 r. wzrost zadłużenia z tego tytułu wyniósł ok. 32 mld zł). Po wyeliminowaniu wpływu różnic kursowych przyrost zadłużenia był o ok. 5 mld zł niższy¹⁸.

W grudniu 2008 r. tempo wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw w sektorze bankowym kształtowało się na poziomie 25,0% r/r wobec 28,2% w styczniu. Najwyższą dynamikę odnotowano w sierpniu (29,0% r/r), a od tego momentu nastąpił jej stopniowy spadek. Było to związane z zaostrzeniem kryteriów przyznawania kredytów oraz wzrostem niepewności co do przyszłej koniunktury wynikającym z zaburzeń na globalnych rynkach finansowych oraz ich możliwym wpływem na gospodarkę polską.

Jedną z głównych przyczyn utrzymywania się stosunkowo dużego popytu przedsiębiorstw na kredyty była kontynuacja rozpoczętych inwestycji. Jak wynika z badań ankietowych NBP¹⁹, w IV kw. 2008 r. wskaźnik kontynuacji inwestycji utrzymał się na wysokim poziomie (97,2%), obniżając się jedynie o 0,8 pkt. proc. w stosunku do IV kw. 2007 r. Proces kontynuowania

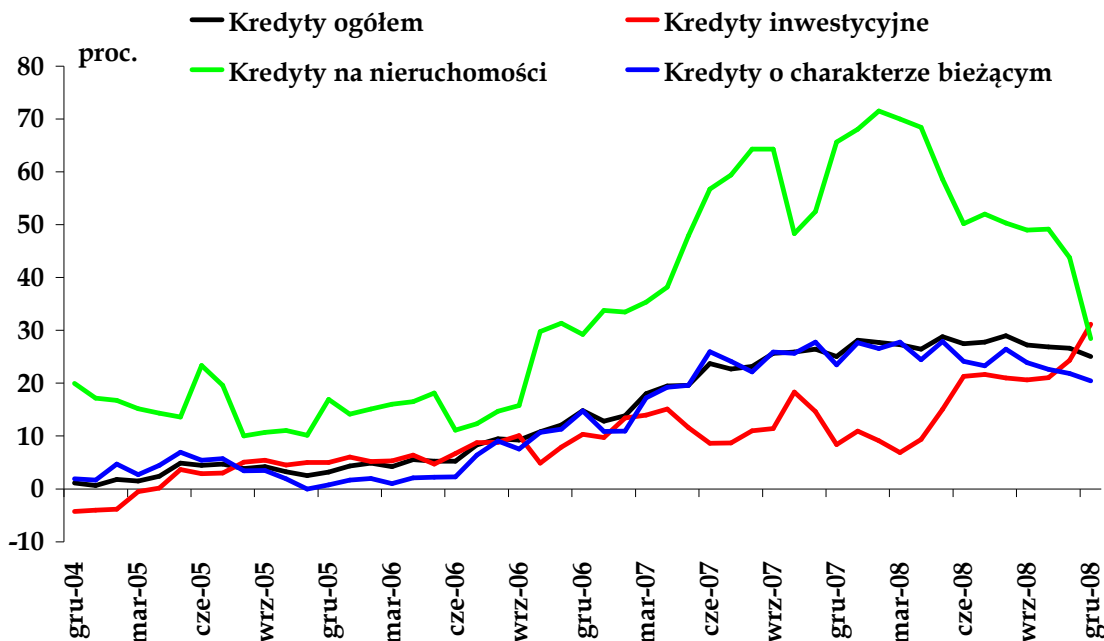
¹⁸ W 2007 r. po wyeliminowaniu wpływu zmian kursowych przyrost zadłużenia był o 3,2 mld zł wyższy niż wskazywały na to wielkości nominalne.

¹⁹ Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r.*, NBP.

inwestycji, polegający na przechodzeniu ze wstępnego etapu prowadzonych projektów (tj. zakupu gruntów i nieruchomości) do fazy finansowania wydatków mających bezpośredni wpływ na powiększenie zdolności produkcyjnych, został odzwierciedlony w zmianach dynamiki różnych kategorii zadłużenia przedsiębiorstw. W porównaniu ze styczniem w grudniu 2008 r. tempo wzrostu kredytów na zakup nieruchomości obniżyło się z 68,1% r/r do 28,5% r/r, przy jednoczesnym wzroście dynamiki zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów inwestycyjnych z 10,9% r/r do 31,2% r/r. W tym czasie tempo przyrostu kredytów operacyjnych i na rachunku bieżącym obniżyło się z 27,7% r/r w styczniu do 20,5% r/r w grudniu 2008 r.

Wykres 14

Roczne tempo zmian zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Według danych bilansu płatniczego, nadal istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw było zadłużenie zagraniczne. Dynamika przyrostu długu zagranicznego wyrażonego w euro była jednak w 2008 r. znacząco niższa w porównaniu z 2007 r. (odpowiednio 11,7% r/r wobec 21,1% r/r). O takim wyniku zadecydowały dane za IV kw. 2008 r., kiedy to wartość zadłużania obniżyła się o 5,1 mld euro. Było to związane z wyraźnym zaostrzeniem warunków kredytowych dla sektora przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa korzystały głównie z kredytów niehandlowych, które w 2008 r. wzrosły o 18,4% r/r. W tym czasie wartość kredytów handlowych obniżyła się o 1,8% r/r; spadło również zadłużenie z tytułu dłużnych papierów wartościowych w posiadaniu zagranicznych inwestorów portfelowych (o 4,4% r/r).

Aktywa finansowe gospodarstw domowych

Skutki kryzysu nie ominęły sektora gospodarstw domowych, których aktywa finansowe obniżyły się w 2008 r. o 3,6 mld zł (0,6% r/r). W rezultacie przeceny portfela walorów oraz umorzeń jednostek uczestnictwa, wartość aktywów funduszy inwestycyjnych zmniejszyła się o 66,9 mld zł (52,1% r/r). Z kolei, zaangażowanie gospodarstw domowych w akcje giełdowe spadło o 32,2 mld zł (52,4% r/r).

Tabela 6

Aktywa finansowe gospodarstw domowych

Aktywa finansowe gospodarstw domowych - struktura

	Stany w mld zł					Zmiana w 2008 r		Zmiana w IV kw 2008 r	
	XII 2007	III 2008	VI 2008	IX 2008	XII 2008	w mld zł	w %	w mld zł	w %
1. Depozyty (W bankach i SKOK-ach)	267,2	289,6	297,0	310,2	336,8	69,6	26,0	26,6	7,9
2. Akcje ^{1, 10}	61,4	54,3	43,6	40,0	29,2	-32,2	-52,4	-10,8	-36,9
3. Aktywa funduszy inwestycyjnych ²	128,4	102,6	90,8	80,4	61,6	-66,9	-52,1	-18,8	-30,6
4. Zakład ubezpieczeń na życie ³	63,1	63,0	67,0	70,2	72,9	9,8	15,6	2,7	3,7
5. Obligacje skarbowe ⁴	10,4	10,5	10,3	10,3	12,2	1,8	17,6	1,9	15,3
6. Bony skarbowe ⁵	0,3	0,2	0,3	0,3	1,3	0,9	291,5	0,9	72,7
7. Gotówka w obiegu (bez kas banków) ⁶	77,2	77,8	81,9	82,5	90,7	13,6	17,6	8,2	9,0
8. Nieskarbowe papiery wartościowe ⁷	3,5	3,5	3,7	4,0	3,2	-0,3	-8,7	-0,8	-25,8
OGÓLEM (poz. 1 - 8)	611,4	601,5	594,6	597,9	607,8	-3,6	-0,6	9,9	1,6

- Akcje i prawa do akcji przechowywane na rachunkach w biurach i domach maklerskich oraz w bankach powierniczych.
- dla okresów półrocznych według danych GUS i KNF, na koniec I i III kwartału według danych KNF, dla pozostałych okresów szacunek własny.
- Nie uwzględniono danych z funduszy, o których wiadomo, że skierowane są tylko do osób prawnych.
- Przyjęto wartość rezerw techniczno-ubezpieczeniowych na życie (łącznie z rezerwami, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający).
- Według danych z Ministerstwa Finansów.
- Według danych z Departamentu Operacji Krajowych.
- Przyjęto założenie, że całość gotówki na rynku jest w posiadaniu gospodarstw domowych.
- Według danych z Departamentu Operacji Krajowych na podstawie sprawozdań banków dealerów rynku pieniężnego. Informacje obejmują: obligacje bankowe wyemitowane na podstawie bankowe papiery wartościowe wyemitowane na podstawie ustawy Prawo Bankowe, inne nieskarbowe instrumenty dłużne (w tym obligacje korporacyjne oraz pozostałe krótkoterminowe wyemitowane na podstawie Ustawy o obligacjach, Prawa wekslowego, Kodeksu cywilnego), listy zastawne, obligacje komunalne wyemitowane przez jednostki samorządu terytorialnego.
- Według danych wstępnych.
- Szacunek własny.
- Dane zmienione po skorygowaniu informacji przez KNF.

Źródło: Dane NBP.

W okresie bessy na rynku kapitałowym atrakcyjną alternatywą dla pozabankowych form oszczędzania stały się depozyty bankowe. Nie bez znaczenia było ich stopniowo rosnące oprocentowanie, które w grudniu 2008 r. wyniosło 6,5% (wobec 4,3% w styczniu). W efekcie przyrost depozytów gospodarstw domowych w 2008 r. wyniósł 69,6 mld zł (26,0%), wobec 24,6 mld zł (10,1%) w 2007 r., a ich stan na koniec roku ok. 337 mld zł.

Ważnym wydarzeniem było bankructwo amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. oraz zagrożenie upadłością kolejnych banków. W wyniku związanego z tym globalnego kryzysu zaufania do systemu finansowego i w obawie przed niekontrolowanym wycofywaniem środków zdeponowanych w bankach, wiele państw, w tym Polska, podjęło decyzję o podwyższeniu gwarantowanej kwoty depozytów bankowych. Znalazło to odzwierciedlenie w znacznych miesięcznych zmianach depozytów gospodarstw domowych.

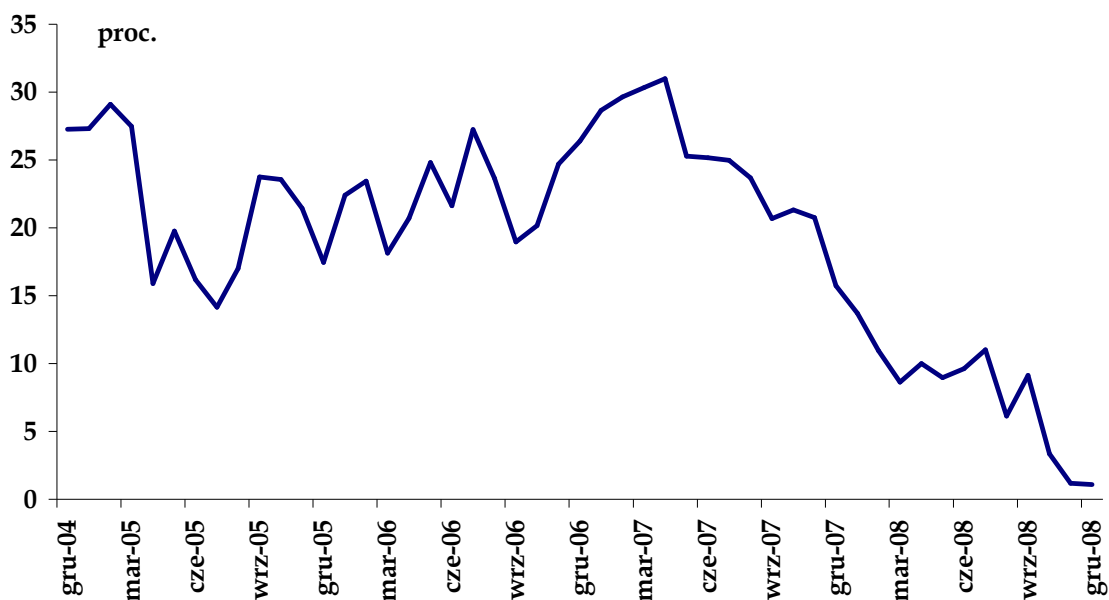
Do końca września 2008 r. depozyty te rosły, a w październiku – miesiącu wzrostu niepewności o bezpieczeństwo depozytów – środki na rachunkach bankowych obniżyły się o 2,2 mld zł. W kolejnych miesiącach, gdy sytuacja się uspokoiła, banki ponownie odnotowały przyrost depozytów (o 6,5 mld zł w listopadzie i 15,3 mld zł w grudniu).

Depozyty przedsiębiorstw

Widocznym przejawem negatywnego wpływu światowego kryzysu finansowego na polską gospodarkę było pogorszenie wyników finansowych podmiotów gospodarczych w IV kw. 2008 r., co znalazło odzwierciedlenie w silnym spadku dynamiki depozytów przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach roku – przy czym dynamika ta obniżała się przez cały 2008 r. (z 13,7% r/r w styczniu do 1,1% r/r w grudniu 2008 r.). W efekcie przyrost depozytów w 2008 r. wyniósł 1,6 mld zł (w porównaniu z 20,2 mld zł w 2007 r.), a ich stan na koniec roku 150 mld zł. Przedsiębiorstwa wykorzystywały zgromadzone środki na finansowanie bieżącej działalności i kontynuację procesu inwestycyjnego.

Wykres 15

Roczne tempo zmian depozytów przedsiębiorstw



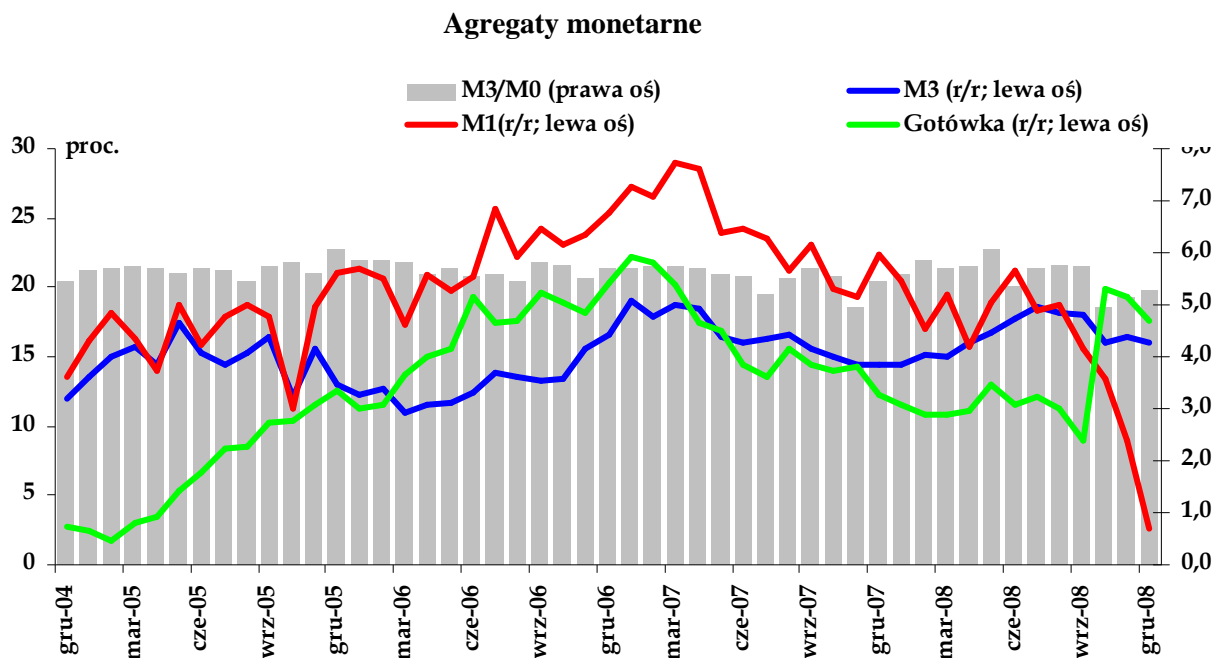
Źródło: Dane NBP.

Agregaty monetarne

W 2008 r. początkowo obserwowany był wzrost dynamiki agregatu M3 (z 14,4% r/r w styczniu do 18,7% r/r w lipcu), a następnie jej spadek do poziomu 16,1% r/r w grudniu 2008 r. Równocześnie odnotowano istotne zmiany w strukturze agregatu M3. Systematycznie wzrastał poziom gotówki w obiegu, przy czym największy jej wzrost odnotowano w październiku (o 8,1 mld zł), co spowodowane było przejściowym spadkiem zaufania do systemu bankowego w odpowiedzi na nasilenie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych.

W I poł. 2008 r. płynność pieniądza M3, mierzona udziałem gotówki i depozytów bieżących (a więc agregatu M1) w M3, kształtowała się na poziomie ok. 57%, a w II poł. 2008 r. stopniowo zaczęła się obniżać (do poziomu ok. 52% w grudniu). W kierunku wzrostu płynności agregatu M3 oddziaływało wprawdzie silne zwiększenie gotówki w obiegu, w szczególności w ostatnich miesiącach roku, jednak równoczesny istotny przepływ środków z rachunków bieżących gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na wyżej oprocentowane lokaty terminowe przyczynił się do wzrostu udziału mniej płynnych składników w M3. Dodatkowym czynnikiem powodującym przyrost lokat terminowych (o zapadalności do 2 lat włącznie) był przepływ oszczędności gospodarstw domowych wycofanych z funduszy inwestycyjnych.

Wykres 16



Źródło: Dane NBP.

Załącznik nr 5. Projekcje inflacji NBP

Ważnym instrumentem komunikacji banku centralnego z uczestnikami rynku jest *Raport o inflacji*, który jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację.

Od sierpnia 2004 r. w *Raportach o inflacji* zamieszczane są projekcje inflacji, stanowiące jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Publikacja wyników projekcji oraz oceny bilansu czynników wpływających na przyszłą inflację zwiększa przejrzystość prowadzonej polityki pieniężnej.

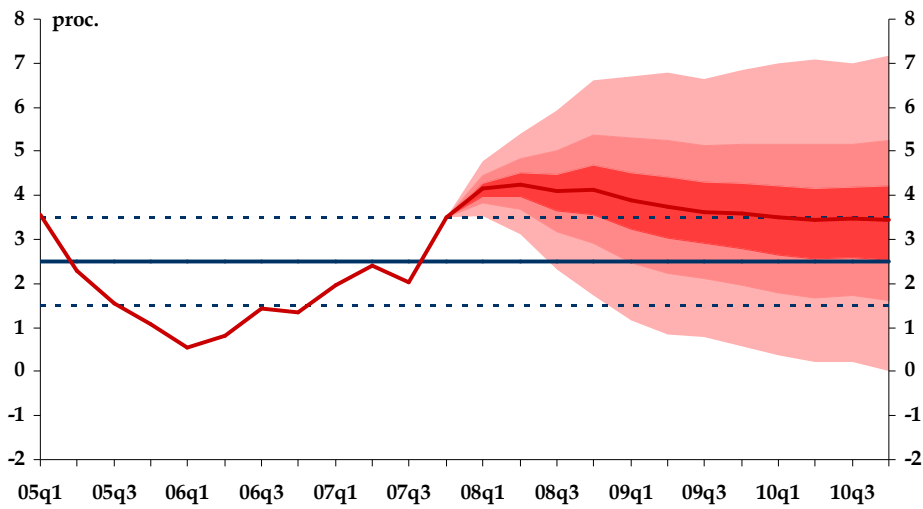
Przedstawiana w rozdziale 4. *Raportu* projekcja sporządzana jest przez zespół ekonomistów NBP z wykorzystaniem ekonometrycznego modelu gospodarki polskiej NECMOD (a do lutego 2008 r. jego wcześniejszej wersji – modelu ECMOD)²⁰. Każdorazowo horyzont projekcji obejmuje rok jej sporządzenia i dwa pełne lata po nim następujące. Projekcja jest sporządzana przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.

Poniżej zamieszczono wykresy wachlarzowe przedstawiające wyniki projekcji opublikowanych w 2008 r. Wykresy wachlarzowe obrazują główne źródła niepewności (np. niepewność związaną z kształtowaniem się cen żywności).

²⁰ Opis modelu ECMOD opublikowano jako: Fic T., Kolasa M., Kot A., Murawski K., Rubaszek M., Tarnicka M., *Model gospodarki polskiej ECMOD*, „Materiały i Studia NBP”, Zeszyt Nr 194, maj 2005. Opis nowego modelu prognostycznego NECMOD jest dostępny na stronie internetowej NBP pod adresem http://www.nbp.pl/Publikacje/o_polityce_pienieznej/raport_o_inflacji/NECMOD_pl.pdf.

Wykres 17

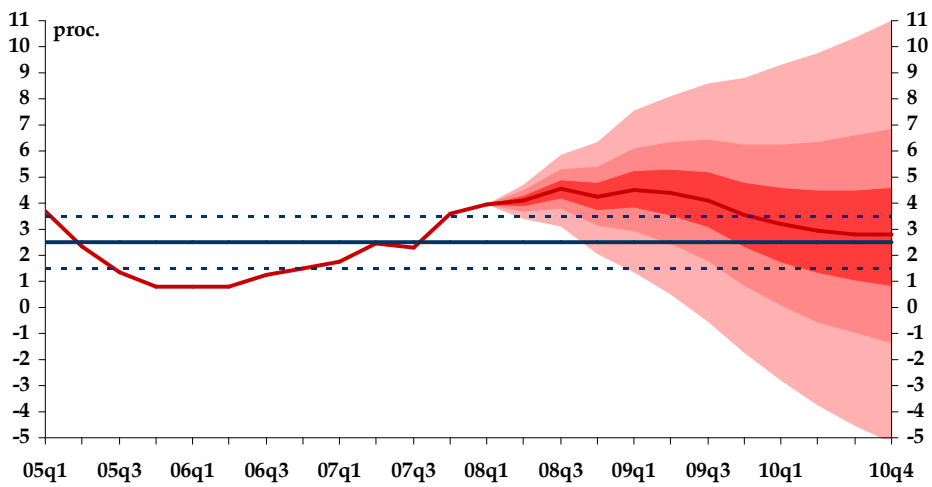
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji oraz cel inflacyjny RPP – luty 2008 r.



Źródło: Raport o inflacji. Luty 2008, NBP.

Wykres 18

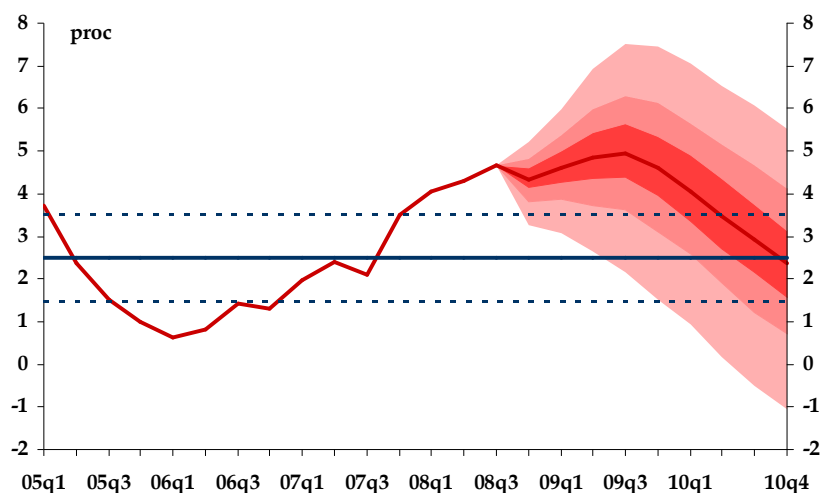
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji oraz cel inflacyjny RPP – czerwiec 2008 r.



Źródło: Raport o inflacji. Czerwiec 2008, NBP.

Wykres 19

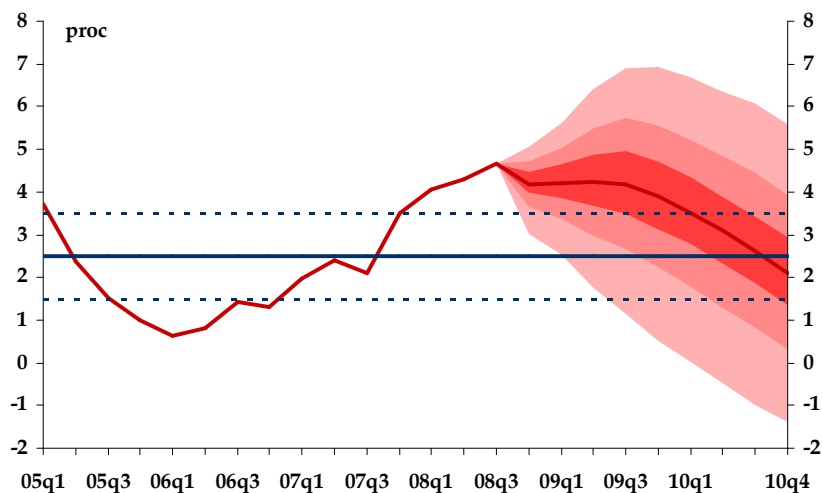
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji oraz cel inflacyjny RPP – październik 2008 r.



Źródło: *Raport o inflacji. Październik 2008*, NBP.

Wykres 20

Centralna projekcja inflacji i wykres wachlarzowy inflacji (po uwzględnieniu kwantyfikacji ryzyka dla inflacji, związanych przede wszystkim z pogorszeniem perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie w okresie od 26 września do 16 października 2008 r.) oraz cel inflacyjny RPP – październik 2008 r.



Źródło: *Raport o inflacji. Październik 2008*, NBP.

Jak czytać wykresy wachlarzowe?

Każda projekcja przyszłych wartości wskaźników ekonomicznych obarczona jest niepewnością. Skalę i zakres kwantyfikowalnego ryzyka projekcji banki centralne prezentują na wykresach wachlarzowych. Szerokość „wachlarza” pokazuje ogólny poziom ryzyka, które zazwyczaj zmienia się z kwartału na kwartał. Im dalej w przyszłość, tym jest ona większa, gdyż niepewność ocen przyszłości zwykle rośnie wraz z wydłużaniem horyzontu czasowego.

W projekcjach inflacji tworzonych w NBP dla każdego z kwartałów wyznacza się rozkład prawdopodobieństwa jej możliwych realizacji. Jako projekcję centralną przyjmuje się wartości oczekiwane rozkładów w poszczególnych kwartałach. Równocześnie wokół median rozkładów buduje się 30-procentowe przedziały ufności. Tworzą one centralny pasek wachlarza, o najciemniejszym odcieniu. Prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się w tym pasku wynosi właśnie 30%. Następnie jest on poszerzany z obu stron tak, by prawdopodobieństwo znalezienia się zmiennej w przesuniętych granicach wzrosło o kolejne 30 pkt. proc. – 15 z góry, 15 z dołu. Kolejne rozszerzenia tworzą paski wachlarza zaznaczone coraz mniej intensywnymi odcieniami. Całkowita szerokość wachlarza reprezentuje 90-procentowy przedział ufności wokół median – prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się w wachlarzu wynosi właśnie 90%.

Z wykresu odnoszącego się do projekcji inflacji z lutego 2008 r. wynika na przykład, że prawdopodobieństwo, iż inflacja w IV kw. 2008 r. mieścić się będzie w przedziale od 1,5% do 2,5% wynosi ok. 10%. Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie wynosić od 2,5% do 3,5% wynosi ok. 20%. Projekcja inflacji charakteryzuje się nieznaczną asymetrią, co oznacza w przybliżeniu równe prawdopodobieństwa inflacji powyżej i poniżej ścieżki centralnej.

Niepewność zobrazowana na wykresach wachlarzowych jest spójna z historycznymi błędami prognoz z modelu ECMOD/NECMOD, co zapewnia, że uwzględniona jest większość rodzajów niepewności związanych z projekcją inflacji. Zmiana niepewności projekcji w stosunku do przeszłych rund prognostycznych oszacowana jest w oparciu o zmianę niepewności zmiennych egzogenicznych.

Załącznik nr 6. Opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 30 stycznia 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, w tym cen żywności, sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz poziomie stóp procentowych w Polsce i za granicą. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Dyskutując na temat bieżącej inflacji, analizowano przyczyny tego, że w grudniu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych zwiększyło się i pozostało powyżej zarówno celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, jak i górnej granicy odchyień od celu, która określona jest na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wzrost inflacji CPI w grudniu wynikał w dużym stopniu z dalszego przyspieszenia tempa wzrostu cen żywności i paliw, związanego ze zjawiskami globalnymi. Podkreślano, że zjawiska te pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej oraz, że wzrost inflacji wywołany przyspieszeniem dynamiki cen żywności i paliw obserwowany jest również w wielu innych krajach. Wskazywano, że w grudniu inflacja bazowa netto wzrosła nieznacznie i pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Jednocześnie zwracano uwagę, że w grudniu wzrosły również pozostałe cztery miary inflacji bazowej. Część członków Rady oceniała, że obserwowane w ostatnich miesiącach 2007 r. przyspieszenie inflacji bazowej netto świadczy o narastaniu w gospodarce presji popytowej. Wskazywano również, że wzrost inflacji w grudniu wynikał również m.in. z utrzymującej się wysokiej dynamiki cen niektórych usług.

Omawiając kształtowanie się cen żywności, część członków Rady wskazywała, że skala wzrostu cen żywności i związanego z tym wzrostu inflacji CPI w Polsce i wielu innych krajach okazała się znacząco większa od oczekiwań. Wskazywano, że przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności było wywołane czynnikami zewnętrznymi, przede wszystkim wzrostem popytu na żywność ze strony szybko rozwijających się gospodarek wschodzących oraz zwiększoną produkcją biopaliw. Część członków Rady oceniała, że podwyższona dynamika cen żywności może utrzymać się w dłuższym okresie m.in. ze względu na trwałe zwiększenie popytu na żywność oraz ograniczoną możliwość zwiększenia podaży żywności w krótkim okresie. Zwracali oni uwagę, że zmiany dynamiki cen żywności dotychczas traktowane były jako przejściowe wstrząsy. W obecnej sytuacji mogą się one okazać relatywnie trwałe i oddziaływać asymetrycznie, tj. w kierunku utrzymania inflacji na relatywnie wysokim poziomie. Członkowie ci oceniali, że obecnie przydatność wskaźnika inflacji bazowej netto w ocenie presji inflacyjnej jest mniejsza niż w sytuacji, gdy szoki na rynkach żywności są relatywnie krótkotrwałe i symetryczne. Inni członkowie Rady wskazywali, że trudno obecnie ocenić, jak długo utrzyma się podwyższone tempo wzrostu cen żywności.

Odnosząc się do przyszłej inflacji, część członków Rady oceniała, że w nadchodzących miesiącach należy oczekiwać wzrostu inflacji bazowej netto i będzie to w dużej mierze wynikać ze wzrostu cen kontrolowanych, w szczególności cen energii, a także przyspieszenia dynamiki cen części usług. Członkowie ci wskazywali, że wzrost inflacji bazowej netto oraz nadal wysoka dynamika cen żywności sprawią, że w 2008 r. inflacja CPI będzie prawdopodobnie kształtować się powyżej celu inflacyjnego. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że

przyspieszenie inflacji wynikające z podwyższonej dynamiki cen żywności oraz wzrostu cen kontrolowanych pozostaje poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wzrost inflacji CPI może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Ponadto wskazywali oni, że już nastąpiło pewne pogorszenie oczekiwań inflacyjnych. Zwracali oni uwagę, że pogorszenie oczekiwań inflacyjnych następuje w warunkach niskiej stopy bezrobocia i napięć na rynku pracy, co może zwiększyć prawdopodobieństwo pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w niedługim czasie Polska może przestać spełniać kryterium inflacyjne z Maastricht. Inni członkowie z kolei zwracali uwagę, że spełnienie kryterium inflacyjnego nabierze znaczenia dopiero wówczas, gdy zostanie określona planowana data przystąpienia Polski do strefy euro.

Dyskutując na temat sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę, że wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w grudniu był niższy niż w poprzednich miesiącach, a jego spadek w stosunku do listopada jest głębszy, niż wynikałoby to ze statystycznego efektu odmiennych niż w 2006 r. terminów wypłat premii w niektórych sektorach. Zdaniem części członków Rady może to wskazywać, że presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw może się zmniejszać. Ponadto członkowie ci oceniali, że w nadchodzącym okresie dynamika wydajności pracy w sektorze przedsiębiorstw powinna wzrosnąć dzięki inwestycjom dokonany w przeszłości oraz mniejszej niż w 2007 r. dynamice zatrudnienia, co prowadziłoby do obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze. Argumentowali oni także, że wysoka dynamika płac nie musi prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej ze względu na dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw. W tym kontekście zwracali oni uwagę, że zgodnie z wynikami badań ankietowych przedsiębiorstw skala planowanych na I kw. 2008 r. podwyżek płac w sektorze przedsiębiorstw jest umiarkowana oraz, że wzrost płac będzie przyczyną wzrostu cen jedynie w niewielkiej części ankietowanych firm. Ponadto oceniali oni, że znaczące podwyżki płac w sferze budżetowej w 2008 r. są mało prawdopodobne, gdyż wymagałyby zmiany ustawy budżetowej na 2008 r.

Inni członkowie Rady wskazywali, że w grudniu roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw była nadal wyższa niż dynamika wydajności pracy, co oddziałuje w kierunku wzrostu popytu konsumpcyjnego i presji inflacyjnej. Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że w ostatnim okresie nasiliły się żądania płacowe w sektorze finansów publicznych. Podkreślali oni, że znaczący wzrost płac w tym sektorze prowadziłby do wzrostu popytu krajowego, a także do żądań podwyżek płac w innych sektorach gospodarki, co oddziaływałoby w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej.

Część członków Rady była zdania, że napięcia na rynku pracy, odzwierciedlone w szybkim spadku stopy bezrobocia i dynamicznym wzroście popytu na pracę, nie zmniejszą się znacząco w nadchodzącym okresie ze względu na emigrację zarobkową Polaków oraz utrzymujące się różnice w poziomie płac między Polską a krajami Europy Zachodniej. Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w krajach Europy Zachodniej może doprowadzić do powrotu części emigrantów do Polski, co będzie oddziaływało w kierunku zmniejszenia presji na wzrost wynagrodzeń.

Dyskutując o zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na dalsze pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano, że zwiększa to prawdopodobieństwo spowolnienia w gospodarce światowej, w szczególności w Wielkiej Brytanii, a w dalszej kolejności w strefie euro. Podkreślano, że jednocześnie zwiększyła się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Argumentowano także, że obserwowane w styczniu br. znaczne spadki cen akcji na globalnych rynkach finansowych mogą – podobnie jak w 2001 r. – być jednym z czynników, które przyczynią się do pogorszenia oczekiwań inwestorów oraz osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w Europie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że dane za grudzień dotyczące produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej były istotnie niższe od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady dane te mogą sygnalizować stopniowe obniżanie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, co łagodziłoby presję popytową, a w konsekwencji presję inflacyjną. Członkowie ci wskazywali, że do spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce może przyczynić się prawdopodobne obniżenie aktywności w gospodarce światowej. Zwracali uwagę, że zawirowania na globalnych rynkach finansowych w styczniu 2008 r. objęły także Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz podkreślali, że związane z tym ewentualne pogorszenie oczekiwań inwestorów może także przyczynić się do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce.

Inni członkowie Rady byli zdania, że obecnie trudno ocenić, czy dane za grudzień sygnalizują obniżenie aktywności gospodarczej w Polsce oraz, że dopiero dane za kolejne miesiące pozwolą ocenić, czy następuje obniżenie dynamiki PKB. Członkowie ci zwracali uwagę, że w III kw. 2007 r. popyt krajowy nadal rósł w wyższym tempie niż PKB, co wskazuje na wzrost presji inflacyjnej. Zdaniem tych członków do wzrostu popytu krajowego przyczynia się wysoka dynamika kredytów. Ponadto oceniali oni, że wysokie tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw wskazuje, że dynamika inwestycji może utrzymać się na wysokim poziomie, co będzie oddziaływało w kierunku utrzymania szybkiego wzrostu gospodarczego. Niektórzy uczestnicy dyskusji wskazywali także, że obserwowany w ostatnim okresie szybki wzrost depozytów sektora bankowego może potencjalnie skutkować zwiększeniem dynamiki kredytów oraz wzrostem presji popytowej. Ponadto część członków Rady wskazywała, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych będzie oddziaływało na aktywność gospodarczą w strefie euro, a w konsekwencji także w Polsce, dopiero po pewnym czasie. Członkowie ci oceniali, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w gospodarkach wschodzących będzie miało mniejszą skalę niż w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz, że spowolnienie gospodarcze w Polsce nie zmniejszy znacząco napięć na rynku pracy.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, część członków Rady wskazywała, że w 2007 r. kurs złotego umocnił się zarówno wobec dolara amerykańskiego, jak i wobec euro, zaś w styczniu 2008 r. nominalny efektywny kurs walutowy był mocniejszy niż założono w październikowej projekcji, co oddziałuje w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej. Podkreślano, że mimo obserwowanych w styczniu zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych kurs złotego był stabilny. Z drugiej strony część uczestników dyskusji wskazywała, że aprecjacja złotego może wynikać z aprecjacji realnego kursu równowagi, związanej z procesem konwergencji. Ponadto wskazywano, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie. Argumentowano także, że dekonunktura na globalnych rynkach finansowych może zwiększać prawdopodobieństwo odpływu kapitału z rynków wschodzących, co mogłoby oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych w styczniu br. znacząco obniżono stopy procentowe i oczekiwane są dalsze ich obniżki oraz, że w strefie euro zgodnie z oczekiwaniami rynków finansowych stopy procentowe prawdopodobnie również zostaną obniżone. Część członków Rady wskazywała, że łagodzenie polityki pieniężnej przez niektóre banki centralne następuje pomimo obserwowanej w tych krajach wysokiej inflacji.

Część członków Rady zwracała uwagę, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu oraz, że podwyżkom stóp procentowych NBP w 2007 r. towarzyszyło umocnienie kursu złotego. Wskazywali oni, że w styczniu br. kurs złotego był nadal znacznie mocniejszy niż uwzględniono w październikowej projekcji inflacji. Zdaniem tych członków Rady, w porównaniu z innymi krajami regionu restrykcyjność polityki monetarnej w Polsce utrzymuje się na wysokim poziomie. Argumentowali oni, że zacieśnianie

polityki pieniężnej zwiększa dysparytet stóp procentowych między Polską a Stanami Zjednoczonymi oraz strefą euro, co może zwiększać napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku aprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków osłabiłoby to konkurencyjność polskiej gospodarki oraz spowodowało narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto wskazywali oni, że powiększenie dysparytetu stóp procentowych będzie prowadzić do wzrostu udziału kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem, co mogłoby osłabić siłę oddziaływania krajowej polityki pieniężnej na popyt krajowy. Inni członkowie Rady argumentowali, że na tle krajów regionu udział kredytów walutowych w kredytach ogółem jest w Polsce wciąż stosunkowo niski.

Z drugiej strony uczestnicy dyskusji wskazywali, że w 2007 r. inflacja CPI w Polsce wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp procentowych, a zatem obniżył się poziom realnej stopy procentowej. Niektórzy podkreślali także, że w części krajów realne stopy procentowe są obecnie wyższe niż w Polsce. Równocześnie wskazywano, że przyczyną łagodzenia polityki monetarnej przez niektóre banki centralne jest oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej oraz zawirowania na rynkach finansowych w styczniu 2008 r.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, większość członków Rady uznała, że należy przeciwdziałać ryzyku utrzymania podwyższonej inflacji CPI oraz oczekivanemu wzrostowi inflacji bazowej netto, a także wzrostowi oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem części członków Rady perspektywy inflacji uzasadniały znaczące podwyższenie stóp procentowych na styczniowym posiedzeniu. W ocenie większości członków Rady zacieśnienie polityki pieniężnej powinno być wyważone i następować stopniowo m.in. ze względu na zwiększoną niepewność dotyczącą perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, a także niepewność co do potencjalnego wpływu podwyższenia stóp procentowych na kurs złotego. W tym kontekście dyskutowano również na temat przyszłego kształtowania się stóp procentowych w Polsce.

Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,25%, stopa lombardowa 6,75%, stopa depozytowa 3,75%, a stopa redyskonta weksli 5,50%.

Data publikacji: 21 lutego 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 27 lutego 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, w tym cen kontrolowanych i cen żywności, sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz poziomie stóp procentowych w Polsce i za granicą. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle lutowej projekcji inflacji.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, Rada analizowała przyczyny tego, że w styczniu – według wstępnych informacji GUS – roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych ponownie zwiększyło się i pozostało zarówno powyżej celu inflacyjnego równego 2,5%, jak i powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, która jest określona na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wysoki poziom inflacji CPI w styczniu był w dużym stopniu skutkiem wzrostu dynamiki cen

kontrolowanych, w tym cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz cen nośników energii. Do wzrostu inflacji przyczynił się również wzrost dynamiki cen innych usług oraz dalszy wzrost cen żywności i paliw, związany ze zjawiskami globalnymi, co przyczynia się do podwyższonej inflacji obserwowanej również w wielu innych krajach. Podkreślano, że wzrost inflacji wynikający ze wzrostu dynamiki cen kontrolowanych oraz wzrostu cen żywności i paliw pozostaje w dużej części poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Jednocześnie zwracano uwagę, że inflacja bazowa netto w styczniu prawdopodobnie wzrosła silniej niż inflacja CPI, co było spowodowane wzrostem cen kontrolowanych oraz cen usług.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Wskazywano, że w nadchodzących miesiącach należy oczekiwać dalszego wzrostu inflacji bazowej netto m.in. w wyniku wzrostu cen kontrolowanych, w szczególności cen energii i gazu. Podkreślano, że jednorazowy wzrost tych cen będzie podwyższał roczny wskaźnik inflacji CPI przez dwanaście kolejnych miesięcy. Zwracano uwagę, że w świetle lutowej projekcji inflacji z modelu ECMOD prognozowane tempo wzrostu cen konsumpcyjnych utrzyma się w pobliżu lub powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP w całym horyzoncie projekcji, tj. do 2010 r. Jednocześnie podkreślano, że oczekiwane utrzymanie się inflacji CPI powyżej celu inflacyjnego w nadchodzącym okresie wynika w znacznym stopniu z czynników niezależnych od polityki pieniężnej: wzrostu cen kontrolowanych oraz wysokiej dynamiki cen żywności. Wskazywano także, że wysoka inflacja utrzyma się prawdopodobnie także w innych gospodarkach regionu, a także w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat optymalnej polityki pieniężnej w sytuacji, gdy uwarunkowania zewnętrzne oddziałują w kierunku podwyższonej inflacji.

Omawiając prawdopodobne kształtowanie się cen żywności w latach 2008-2009, część członków Rady oceniała, że szybkie zwiększenie globalnej podaży żywności jest trudne, wobec czego w 2009 r. tempo wzrostu cen żywności, a zatem i inflacja CPI, może okazać się wyższe niż przyjęto w lutowej projekcji inflacji. Inni członkowie byli zdania, że tempo wzrostu cen żywności w nadchodzącym okresie powinno się obniżyć, na co wskazują ceny kontraktów terminowych na rynkach żywności. Argumentowali oni, że wzrost cen żywności w 2007 r. wynikał nie tylko ze zmian w strukturze geograficznej globalnego popytu, ale również ze znaczących szoków podażowych na rynkach światowych, zaś w 2008 r. podaż żywności może istotnie wzrosnąć.

Część członków Rady wskazywała, że mimo wzrostu inflacji CPI w lutym zmniejszył się odsetek respondentów w badaniach oczekiwania inflacyjnych gospodarstw domowych, którzy oczekiwali przyspieszenia tempa wzrostu cen. Zdaniem tych członków może to zmniejszać prawdopodobieństwo pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy. Członkowie ci wskazywali, że obecnie struktura oczekiwań inflacyjnych jest korzystniejsza niż w okresie wzrostu inflacji w 2004 r. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w świetle wspomnianych danych utrzymuje się wysoki odsetek badanych, którzy oczekują stabilizacji inflacji CPI na bieżącym, wysokim poziomie.

Wskazywano, że choć Polska nadal spełnia kryterium inflacyjne z Maastricht, istnieje ryzyko, że w nadchodzącym okresie przestanie je spełniać. Równocześnie podkreślano, że za wyjątkiem Polski i Słowacji wszystkie nowe kraje Unii Europejskiej pozostające poza strefą euro nie spełniają tego kryterium. Zwracano uwagę, że możliwe niespełnienie kryterium inflacyjnego przez Polskę w nadchodzącym okresie wynikałoby w części z oczekiwanego wzrostu cen kontrolowanych, który pozostaje poza wpływem polityki pieniężnej. W tym kontekście część członków Rady wskazywała na potrzebę odpowiedniej koordynacji polityki fiskalnej i polityki monetarnej w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do strefy euro.

Odnośząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano, że dynamika zatrudnienia oraz płac w sektorze przedsiębiorstw w styczniu była wyższa od oczekiwań. Zwracano uwagę, że zgodnie ze

ścieżką centralną lutowej projekcji inflacji i PKB z modelu ECMOD, w całym horyzoncie projekcji prognozowana dynamika płac będzie przewyższać dynamikę wydajności pracy. Wskazywano, że obserwowany dotychczas oraz oczekiwany wzrost jednostkowych kosztów pracy oddziałuje w kierunku wzrostu presji inflacyjnej. Część członków Rady zwracała uwagę, że rosnące jednostkowe koszty pracy będą prowadzić do zmniejszenia konkurencyjności polskiej gospodarki, powodując narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto wskazywali oni, że obserwowane w ostatnim okresie żądania płacowe w sektorze finansów publicznych mogą prowadzić do żądań podwyżek płac w prywatnym sektorze gospodarki.

Inni członkowie Rady byli zdania, że dane styczniowe dotyczące płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw są trudne do zinterpretowania ze względu na zmianę próby statystycznej przedsiębiorstw na początku każdego roku. Członkowie ci argumentowali także, że ze względu na dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw wysoka dynamika płac nie musi prowadzić do nasilenia presji inflacyjnej. Ponadto wskazywali, że znaczące podwyżki płac w sektorze finansów publicznych w 2008 r. są mało prawdopodobne, gdyż wymagałyby zwiększenia deficytu budżetowego powyżej wielkości założonej w ustawie budżetowej na 2008 r.

Dyskutując o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na utrzymującą się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, w szczególności Stanów Zjednoczonych i strefy euro. Część członków Rady oceniała, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych może okazać się głębsze i bardziej trwałe m.in. ze względu na utrudnienia w dostępie do kredytów dla przedsiębiorstw. Członkowie ci podkreślali, że spadek dynamiki wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych może doprowadzić do spowolnienia w gospodarce światowej, w tym także w strefie euro i gospodarkach wschodzących. Ponadto wskazywali oni, że niezależnie od perspektyw wzrostu gospodarki Stanów Zjednoczonych, w części krajów Europy Zachodniej występują czynniki, które mogą prowadzić do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w tych krajach w nadchodzącym okresie. Inni członkowie Rady argumentowali, że obniżenie aktywności w Stanach Zjednoczonych może być krótkotrwałe i mieć niewielką skalę m.in. ze względu na osłabienie kursu dolara przy rosnącej otwartości gospodarki amerykańskiej, nadal relatywnie wysoką rentowność przedsiębiorstw w tym kraju, a także znaczący udział sektora usług w PKB.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że dane za styczeń dotyczące sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej były istotnie wyższe od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować utrzymanie się wysokiej aktywności w gospodarce polskiej w I kw. 2008 r. Członkowie ci oceniali, że tempo wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w tym także w gospodarce polskiej, może w nadchodzącym okresie pozostać na wysokim poziomie mimo spowolnienia w rozwiniętych gospodarkach. Podkreślali oni, że zgodnie ze ścieżką centralną lutowej projekcji z modelu ECMOD w całym horyzoncie projekcji popyt krajowy będzie wzrastał w tempie wyższym niż PKB, a rzeczywisty PKB utrzyma się powyżej PKB potencjalnego, co będzie oddziaływało w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Wskazywali oni również, że do wzrostu popytu krajowego przyczynia się wysoka dynamika kredytów, zwłaszcza konsumpcyjnych, która nie zmniejszyła się istotnie pomimo podwyżek stóp procentowych NBP. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że obserwowany w ostatnim okresie szybki wzrost depozytów sektora bankowego może potencjalnie skutkować zwiększeniem dynamiki kredytów.

Inni członkowie byli zdania, że obecnie trudno ocenić, czy dane styczniowe wskazują na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższym okresie oraz, że dopiero dane za kolejne miesiące pozwolą na pełniejszą ocenę perspektyw wzrostu PKB. Ponadto wskazywali oni, że prawdopodobne obniżenie aktywności w gospodarce światowej może przyczynić się do spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano, że mimo utrzymywania się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych kurs złotego był stabilny, zaś w ostatnich dniach lutego nastąpiło jego istotne umocnienie. Część członków była zdania, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, wskazywano, że oczekiwane są dalsze obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii oraz, że zgodnie z oczekiwaniami rynków finansowych stopy procentowe w strefie euro prawdopodobnie również zostaną obniżone w 2008 r. Część członków Rady zwracała uwagę, że łagodzenie polityki pieniężnej przez niektóre banki centralne następuje pomimo obserwowanej w tych krajach wysokiej inflacji. Wskazywali oni również, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu oraz, że w wyniku aprecjacji realnego kursu złotego restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Argumentowali oni, że zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce zwiększyłoby dysparytet stóp procentowych między Polską a Stanami Zjednoczonymi oraz strefą euro, co może zwiększać napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku aprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków osłabiłoby to konkurencyjność polskiej gospodarki oraz spowodowało narastanie nierównowagi zewnętrznej. Wskazywali oni, że w Polsce w latach 2006-2007 – inaczej niż w niektórych innych krajach regionu – pogłębiło się niekorzystne saldo wymiany handlowej, a eksport wzrastał wolniej niż import. Ponadto część członków Rady oceniała, że powiększenie dysparytetu stóp procentowych będzie zwiększać udział kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem, co mogłoby osłabić siłę oddziaływania krajowej polityki pieniężnej na popyt krajowy.

Inni członkowie Rady wskazywali, że przyczyną łagodzenia polityki monetarnej przez niektóre banki centralne jest oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej oraz zaburzenia na rynkach finansowych. Członkowie ci zwracali uwagę, że poziom nominalnych stóp procentowych niezbędny do utrzymania inflacji na poziomie celu jest w Polsce, podobnie jak w wielu innych krajach regionu, wyższy niż w strefie euro m.in. ze względu na wyższe tempo wzrostu gospodarczego, wynikające z wyższego tempa wzrostu wydajności pracy. Wskazywali oni, że w 2007 r. i na początku 2008 r. inflacja CPI w Polsce wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp procentowych, a zatem obniżył się poziom realnej stopy procentowej. Argumentowali oni także, że znacząca część kredytów walutowych dla przedsiębiorstw jest skoncentrowana w stosunkowo niewielkiej liczbie dużych przedsiębiorstw, a zatem zmiany krajowych stóp procentowych powinny mieć zauważalny wpływ na dynamikę kredytów dla pozostałych przedsiębiorstw oraz popyt krajowy. Ponadto wskazywali, że w części krajów następuje zacieśnianie polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, większość członków Rady uznała, że należy przeciwdziałać ryzyku utrzymania podwyższonej inflacji CPI oraz oczekiwanemu wzrostowi inflacji bazowej netto, a także wzrostowi oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem części członków Rady perspektywy inflacji zarysowane w lutowej projekcji przemawiały za znaczącym podwyższeniem stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie większości członków Rady zacieśnienie polityki pieniężnej powinno być wyważone i następować stopniowo m.in. ze względu na niepewność dotyczącą potencjalnego wpływu podwyższenia stóp procentowych na kurs złotego oraz perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie. W tym kontekście dyskutowano również na temat przyszłego kształtowania się stóp procentowych w Polsce.

Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,50%, stopa lombardowa 7,00%, stopa depozytowa 4,00%, a stopa redyskonta weksli 5,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 26 marca 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, w tym cen żywności i cen kontrolowanych, perspektywach wzrostu gospodarczego, sytuacji na rynku pracy, oraz poziomie stóp procentowych w Polsce i za granicą.

Dyskutując o bieżącej inflacji, wskazywano, że w wyniku corocznej aktualizacji systemu wag stosowanych do obliczania wskaźnika CPI, dane o inflacji za styczeń zostały znacząco zrewidowane w dół (z 4,3% r/r do 4,0% r/r). Zwracano także uwagę, że w lutym, pomimo wzrostu (do 4,2% r/r) inflacja okazała się wyraźnie niższa od oczekiwań. Do niższego od oczekiwań wzrostu cen w lutym przyczynił się – oprócz rewizji koszyka CPI – niższy od oczekiwań wzrost cen żywności i paliw. Zdaniem części członków Rady, znacząca rewizja w dół inflacji w styczniu, a także wyraźnie niższa od oczekiwań inflacja w lutym pozwalały przypuszczać, że powrót inflacji do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP może nastąpić szybciej niż wskazywała na to lutowa projekcja inflacji.

Odnosząc się do spadku rocznej dynamiki cen żywności, który miał miejsce w lutym, część członków Rady zwracała uwagę, że był on widoczny także w innych krajach regionu, co może sygnalizować, że obserwowany od połowy 2007 r. silny wzrost cen żywności zaczyna słabnąć. Na obniżenie tempa wzrostu cen żywności w nadchodzącym okresie wskazują także ceny kontraktów terminowych na światowych rynkach żywności, które odzwierciedlają korzystne prognozy tegorocznych zbiorów. Inni członkowie wskazywali, że ze względu na oczekiwania wyższych zbiorów w 2008 r. niż w 2007 r., można spodziewać się nawet obniżania się cen części artykułów żywnościowych i surowców rolnych w latach 2008-2009.

Wskazywano, że wzrost rocznej inflacji w lutym w stosunku do stycznia br. wynikał głównie z silnego wzrostu cen kontrolowanych. Zwracano uwagę, że wskaźnik CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych obniżył się w lutym w stosunku do stycznia br. Część członków Rady wskazywała, że ceny kontrolowane będą istotnym czynnikiem podwyższającym inflację w Polsce zarówno w 2008 r. jak i prawdopodobnie w kolejnych latach. Związane jest to przede wszystkim ze spodziewanym znacznym wzrostem cen nośników energii, co wynikać będzie z prawdopodobnego procesu wyrównywania się cen gazu w Polsce z cenami w innych krajach Unii Europejskiej oraz z konieczności pozyskania przez sektor energetyczny środków na sfinansowanie niezbędnych inwestycji (związanych z możliwym niedoborem mocy energii elektrycznej), a także na pokrycie kosztów wynikających z regulacji dotyczących ochrony środowiska naturalnego. Część członków zwracała jednak uwagę, że liberalizacja rynku energetycznego, która obecnie się dokonuje, może ograniczać wzrost cen energii.

Dyskutując na temat wpływu polityki podatkowej na kształtowanie się cen konsumpcyjnych, część członków Rady wskazywała, że ważnym czynnikiem, który może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce w ciągu najbliższych lat będzie dostosowanie stawek akcyzy i VAT do wymogów Unii Europejskiej, które nastąpi po wygaśnięciu wynegocjowanych przez Polskę okresów przejściowych. Wskazywano jednak na niepewność co do rozkładu w czasie zmian stawek podatków pośrednich. Rada zwracała także uwagę, że kwestie związane ze zmianami w podatkach pośrednich mogą mieć istotne znaczenie dla perspektyw spełniania przez Polskę

kryterium stabilności cen z Maastricht. W tym kontekście członkowie Rady wskazywali na potrzebę odpowiedniej koordynacji polityki fiskalnej i polityki monetarnej w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do strefy euro.

Omawiając kształtowanie się inflacji bazowej netto, część członków Rady zwracała uwagę, że jej silny wzrost w lutym wynikał w decydującym stopniu ze wzrostu cen regulowanych. Z tego względu, przynajmniej przez jakiś czas, miara ta może w ograniczonym stopniu odzwierciedlać presję inflacyjną wynikającą ze zmian popytu krajowego. Inni członkowie wskazywali, że wzrost presji popytowej najwyraźniej ujawnia się obecnie w części sektora usług. Argumentowano również, że dynamika cen usług rynkowych już od dłuższego czasu wykazuje tendencję wzrostową, a jej jednorazowy spadek w połowie 2007 r. wynikał ze sposobu uwzględnienia promocji cenowych we wskaźniku zmian cen.

Część członków Rady podkreślała, że znaczny wzrost cen regulowanych, w połączeniu z wcześniejszymi silnymi wzrostami cen żywności oraz paliw, może przełożyć się na wzrost postrzeganej inflacji i spowodować podwyższenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. W tym kontekście, wskazywali oni, że w polityce pieniężnej należy uwzględniać związany z tym wzrost ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że dynamika sprzedaży detalicznej oraz dynamika produkcji przemysłowej w lutym były istotnie wyższe od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady, dane te potwierdzają utrzymanie się wysokiej aktywności w gospodarce polskiej w I kw. 2008 r., wskazując równocześnie, że spowolnienie w gospodarce światowej nie wpłynęło dotychczas na osłabienie koniunktury w Polsce. Część Rady wskazywała, że wzrost PKB utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie, o ile nie zwiększy się negatywne oddziaływanie spowolnienia wzrostu gospodarki światowej na wzrost gospodarczy w Polsce. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że biorąc pod uwagę szacunki potencjalnego tempa wzrostu PKB w Polsce, oznacza to utrzymywanie się w najbliższym okresie dodatniej luki popytowej, co wymaga dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wskazywano również, że mimo dokonanych dotychczas podwyżek stóp procentowych, utrzymuje się wysoka dynamika agregatów kredytowych, w tym kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych.

Inni członkowie zwracali uwagę, że dane o PKB w IV kw. 2007 r. potwierdziły, że z punktu widzenia presji inflacyjnej struktura wzrostu gospodarczego pozostaje korzystna i jest lepsza od oczekiwań (niższa dynamika popytu krajowego, w tym zwłaszcza spożycia indywidualnego i mniejszy ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB oraz wyższa dynamika inwestycji). Wskazywali oni, że jeśli dynamika PKB w 2008 r. będzie wyższa niż założono w ustawie budżetowej, to podobnie jak w 2007 r. deficyt budżetowy może okazać się wyraźnie niższy niż zakładano, co może oddziaływać w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej.

Podczas dyskusji wskazywano, że w IV kw. 2007 r. obniżył się wskaźnik rentowności obrotu brutto przedsiębiorstw. Część członków Rady argumentowała, że przedsiębiorstwa mogą w związku z tym zacząć gorzej oceniać swoją kondycję finansową, co przy uwzględnieniu rosnących kosztów produkcji, może prowadzić do podniesienia przez nie cen swoich produktów. Inni członkowie wskazywali, że pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw, w połączeniu z ewentualnym zaostrzeniem polityki kredytowej banków, może spowodować ograniczenie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw i w efekcie doprowadzić do spadku dynamiki PKB.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że dane dotyczące płac w sektorze przedsiębiorstw w lutym okazały się wyższe od oczekiwań, a dynamika zatrudnienia utrzymała się na wysokim poziomie. Część członków Rady zwracała uwagę, że obserwowany obecnie wzrost wynagrodzeń jest bardzo wysoki na tle ostatnich lat, zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym, co potwierdza utrzymywanie się silnej presji płacowej w gospodarce. Podkreślano

równocześnie, że dynamiczny wzrost wynagrodzeń przewyższa wzrost wydajności pracy, co powoduje dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na utrzymującą się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Część członków Rady wskazywała, że w ostatnim okresie ponownie obniżono prognozy wzrostu gospodarczego dla Stanów Zjednoczonych pomimo znaczącego złagodzenia polityki monetarnej i fiskalnej. Również sytuacja w strefie euro pogarsza się, przy czym, zdaniem niektórych członków Rady, tempo w jakim to następuje może wskazywać, że przyczyny osłabienia wzrostu w strefie euro nie są wyłącznie związane z recesją w Stanach Zjednoczonych lecz również ze słabym popytem krajowym w strefie euro. Część członków argumentowała, że obniżenie wzrostu gospodarczego na świecie, szczególnie w krajach Europy Zachodniej, może wpłynąć negatywnie na dynamikę polskiego eksportu, co w efekcie może doprowadzić do obniżenia dynamiki PKB w Polsce. Równocześnie, w sytuacji niepewności co do możliwości sprzedaży swoich produktów za granicą przedsiębiorstwa mogą ograniczać inwestycje, co również negatywnie wpłynie na dynamikę PKB. Inni członkowie Rady wskazywali, że negatywny wpływ ograniczenia aktywności w gospodarce światowej na koniunkturę gospodarczą w Polsce może być łagodzony przez zmieniającą się strukturę geograficzną polskiego handlu zagranicznego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, wskazywano, że zbyt silne jej zacieśnienie, przy jednoczesnym obniżaniu stóp procentowych przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i utrzymaniu stóp na niezmiennym poziomie przez Europejski Bank Centralny może skutkować napływem kapitału spekulacyjnego do Polski i doprowadzić do nadmiernej aprecjacji kursu walutowego. Z kolei, nadmierne umocnienie złotego może prowadzić do pogorszenia się konkurencyjności polskiego handlu zagranicznego, co przy spowolnieniu wzrostu gospodarki światowej może skutkować spadkiem dynamiki polskiego eksportu i obniżeniem tempa wzrostu PKB. W związku z tym, część członków zwracała uwagę, że podejmując decyzję o stopach procentowych należy brać pod uwagę możliwe skutki dalszego wzrostu dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego.

Odnosząc się do problematyki kursu walutowego, część członków Rady argumentowała, że mimo obserwowanej w ostatnim okresie aprecjacji kursu złotego, ze względu na potencjalne znaczne wahania kursu, powinien on być traktowany neutralnie w decyzjach dotyczących polityki pieniężnej.

W wyniku przeprowadzonej dyskusji uznano, że przede wszystkim utrzymywanie się szybkiego wzrostu gospodarczego przekraczającego prawdopodobnie wzrost potencjalnego PKB, znaczny wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia oraz ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych wynikające z podwyższonej bieżącej inflacji i oczekiwanego dalszego wzrostu cen kontrolowanych, łącznie wskazywały na znaczące prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. W ocenie Rady argumenty te przemawiały za zaostrzeniem polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Członkowie Rady dyskutowali na temat skali i tempa koniecznego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Data publikacji: 24 kwietnia 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 30 kwietnia 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, w tym cen regulowanych oraz cen żywności, sytuacji na rynku pracy, kształtowaniu się kursu walutowego, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz poziomie stóp procentowych w Polsce i za granicą. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, Rada analizowała przyczyny tego, że w marcu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych obniżyło się nieco, pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, która jest określona na poziomie 3,5%. Wskazywano, że niższa niż w lutym roczna inflacja CPI wynikała z pewnego obniżenia rocznej dynamiki cen żywności i paliw. Jednocześnie zwracano uwagę, że w marcu wzrosła inflacja bazowa netto, co wynikało głównie z dalszego przyspieszenia dynamiki cen regulowanych (usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz części innych usług), a także z nieoczekiwanego wzrostu dynamiki cen odzieży i obuwia. Część członków Rady podkreślała, że utrzymujące się podwyższone roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych wynika w dużej mierze z utrzymującej się, pomimo pewnego obniżenia, wysokiej dynamiki cen żywności i paliw oraz podwyżek cen regulowanych w I kw. 2008 r. Członkowie ci wskazywali, że podwyższona inflacja obserwowana jest także w wielu innych krajach, i zwracali uwagę, że w Polsce jej poziom jest niższy niż w pozostałych krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Dyskutując o perspektywach inflacji w latach 2008-2009, wskazywano, że czynnikiem podwyższającym inflację będzie wzrost cen regulowanych, w szczególności cen energii i gazu. Część członków Rady podkreślała, że podwyżki cen regulowanych, w połączeniu z wcześniejszymi silnymi wzrostami cen żywności i paliw, mogą prowadzić do wzrostu postrzeganej inflacji, a w konsekwencji również oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci zwracali uwagę, że w badaniach oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w kwietniu wzrósł odsetek respondentów, którzy oczekują stabilizacji inflacji na bieżącym wysokim poziomie lub jej dalszego przyspieszenia. Wskazywali oni, że w polityce pieniężnej należy uwzględnić związany z tym wzrost ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że wzrost dynamiki cen odzieży i obuwia w marcu może sygnalizować osłabienie dezinflacyjnego oddziaływania procesów globalizacji i zwiększonej konkurencji na rynku dóbr podlegających wymianie międzynarodowej na gospodarkę polską. Inni członkowie Rady byli zdania, że trudno obecnie ocenić, czy wzrost dynamiki cen odzieży i obuwia okaże się trwały.

Omawiając kształtowanie się cen żywności, oceniano, że obserwowana od drugiej połowy 2007 r. wysoka dynamika tych cen prawdopodobnie obniży się w nadchodzących miesiącach, na co wskazują m.in. ceny kontraktów terminowych na światowych rynkach żywności, a także korzystne prognozy tegorocznych zbiorów w Polsce i innych krajach europejskich.

Część członków Rady zwracała uwagę, że wysoka bieżąca inflacja oraz dokonane i oczekiwane podwyżki cen regulowanych mogą mieć istotne znaczenie dla perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. W tym kontekście wskazywano na potrzebę odpowiedniej koordynacji polityki fiskalnej i polityki monetarnej w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do strefy euro.

Analizując zmiany w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na pogłębienie symptomów spowolnienia w gospodarce Stanów Zjednoczonych oraz na obniżenie aktywności w części gospodarek Europy Zachodniej. Zwracano uwagę, że obniżone zostały prognozy wzrostu

gospodarki światowej w latach 2008-2009, w szczególności prognozy dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro. Część członków Rady podkreślała, że obserwowane w ostatnich miesiącach umocnienie kursu euro wobec dolara amerykańskiego oraz funta szterlinga stanowi czynnik wzmacniający negatywny wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii na wzrost PKB w strefie euro. Oceniali oni, że spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w krajach Europy Zachodniej, w połączeniu z obserwowanym w ostatnich miesiącach umocnieniem kursu złotego, może obniżyć dynamikę polskiego eksportu, a w efekcie negatywnie wpłynąć na dynamikę PKB w Polsce. Argumentowali także, że osłabienie popytu zagranicznego mogłoby skłonić przedsiębiorstwa do ograniczenia inwestycji, co dodatkowo obniżałoby dynamikę PKB.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że w marcu dynamika produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej była niższa niż w poprzednich dwóch miesiącach oraz znacząco niższa od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady, dane te mogą stanowić sygnał obniżenia aktywności w gospodarce polskiej w nadchodzącym okresie. Inni członkowie Rady byli zdania, że obecnie trudno ocenić, czy słabsze od oczekiwań dane za marzec sygnalizują obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Członkowie ci argumentowali, że niska dynamika produkcji przemysłowej w marcu mogła być związana z przypadającymi na ten miesiąc Świątami Wielkanocnymi oraz rosnącą skłonnością Polaków do korzystania z dłuższych urlopów wypoczynkowych w okresach świątecznych. Zwracali oni uwagę na wyniki badań koniunktury, w świetle których stan koniunktury w Polsce pozostaje dobry. W ocenie tych członków Rady ewentualne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce będzie mieć znacznie mniejszą skalę niż w Stanach Zjednoczonych czy strefie euro.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano, że tempo wzrostu płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w marcu było nadal wysokie, co oddziaływało w kierunku zwiększenia presji popytowej. Zwracano uwagę, że dynamika wynagrodzeń nadal przewyższała dynamikę wydajności pracy, powodując dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy. Część członków Rady wskazywała jednak, że utrzymująca się wysoka dynamika płac będzie prowadziła do pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw, wobec czego dalsze wysokie podwyżki wynagrodzeń nie będą możliwe. Ponadto niektórzy członkowie argumentowali, że w nadchodzącym okresie presja płacowa może się zmniejszyć ze względu na prawdopodobne ograniczenie skali emigracji zarobkowej Polaków, które będzie wynikać ze spowolnienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia sytuacji na rynkach pracy w Europie Zachodniej, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii i Irlandii. Wskazywali oni, że do ograniczenia skali emigracji może się przyczyniać obserwowane w ostatnich miesiącach umocnienie kursu złotego, które zmniejsza wyrażoną w złotych wartość dochodów uzyskiwanych przez Polaków pracujących za granicą.

Część członków Rady wskazywała, że oprócz wysokiej dynamiki wynagrodzeń, do wzrostu popytu krajowego przyczynia się także wzrost agregatów kredytowych, w tym kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, których dynamika utrzymuje się na wysokim poziomie. Inni członkowie Rady podkreślali, że od początku 2008 r. szybko przyrastają depozyty gospodarstw domowych, co może być sygnałem zwiększonej skłonności do oszczędzania i oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji popytowej. Ponadto wskazywali oni, że dodatnie saldo budżetu państwa w I kw. 2008 r. również ograniczało presję popytową.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano, że w kwietniu kurs złotego umocnił się znacząco zarówno wobec dolara amerykańskiego, jak i wobec euro oraz był mocniejszy niż uwzględniono w lutowej projekcji inflacji. Podkreślano, że aprecjacja kursu złotego oddziałuje w kierunku zmniejszenia krajowej presji inflacyjnej, gdyż powoduje zmniejszenie wyrażonych w złotych cen dóbr importowanych, a w szczególności osłabia oddziaływanie wysokiej dynamiki cen paliw na rynkach światowych na polską gospodarkę. Równocześnie jednak część członków Rady zwracała uwagę, że aprecjacja złotego zmniejsza

także wyrażoną w złotych wartość funduszy strukturalnych Unii Europejskiej przeznaczonych na finansowanie projektów inwestycyjnych, co może utrudniać realizację tych projektów i prowadzić do obniżenia dynamiki inwestycji.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, część członków Rady zwracała uwagę, że na tle innych krajów regionu poziom realnych stóp procentowych w Polsce jest relatywnie wysoki oraz, że zacieśnianie polityki pieniężnej w ostatnich miesiącach następowało w stosunkowo szybkim tempie. Członkowie ci wskazywali, że część banków centralnych obniżyła w ostatnim okresie stopy procentowe mimo utrzymującej się w tych krajach podwyższonej inflacji, i podkreślali, że umocnienie realnego kursu złotego dodatkowo zwiększało restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce. Argumentowali, że dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce podwyższyłoby dysparytet stóp procentowych między Polską a Stanami Zjednoczonymi oraz strefą euro, co mogłoby zwiększać napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku nadmiernej aprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków osłabiłoby to konkurencyjność polskiej gospodarki i obniżyłoby opłacalność produkcji eksportowej, a w konsekwencji spowodowało narastanie nierównowagi zewnętrznej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na wysoką importochłonność produkcji eksportowej aprecjacja kursu złotego nie ogranicza znacząco zysków eksporterów, o czym świadczą m.in. dane o wynikach finansowych przedsiębiorstw za 2007 r. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie. Część członków Rady argumentowała również, że wzrost dysparytetu stóp procentowych zwiększyłby udział kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem, co mogłoby osłabić siłę oddziaływania krajowej polityki pieniężnej na popyt krajowy. Wskazywali oni, że od początku 2008 r. obserwuje się wzrost udziału kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych w zadłużeniu osób prywatnych z tytułu kredytów mieszkaniowych.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniła, że utrzymująca się wysoka dynamika wynagrodzeń i zatrudnienia oraz możliwość wzrostu oczekiwań inflacyjnych wynikająca z podwyższonej bieżącej inflacji i oczekiwanego dalszego wzrostu cen regulowanych, łącznie wskazywały na ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Zdaniem części członków Rady czynniki te przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych już na kwietniowym posiedzeniu. Jednak w ocenie większości członków Rady, ryzyko obniżenia wzrostu gospodarczego w Polsce oraz nadmiernej aprecjacji kursu złotego, które to czynniki ograniczałyby inflację w średnim okresie, uzasadniały brak zmiany stóp na bieżącym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Data publikacji: 23 maja 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 maja 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, ocenie ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy, sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie oraz kształtowaniu się kursu walutowego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Odnosząc się do bieżącej inflacji wskazywano, że w kwietniu inflacja CPI nieznacznie się obniżyła (do 4,0% r/r), do czego przyczynił się spadek rocznej dynamiki cen paliw oraz cen żywności. W kierunku wyższej inflacji oddziaływało natomiast dalsze przyspieszenie dynamiki cen niektórych usług. Podkreślano, że utrzymywanie się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, określonej na poziomie 3,5%, jest w decydującej mierze efektem wcześniejszego wzrostu cen żywności oraz dokonywanych podwyżek cen regulowanych. Wskazywano również, że podwyższona inflacja wpływa negatywnie na sytuację materialną gospodarstw domowych, głównie mniej zamożnych, w szczególności, gdy związana jest ona z wysoką dynamiką cen żywności. Podkreślano jednak, że korzystne prognozy zbiorów w rolnictwie pozwalają oczekiwać dalszego obniżenia dynamiki cen żywności.

Członkowie Rady wiele uwagi poświęcili omówieniu przyczyn utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie. Wskazywano, że na kształtowanie inflacji w wielu krajach, w tym w Polsce, w istotnym stopniu wpływają wzrosty cen na światowych rynkach żywności i ropy naftowej prowadzące do zmian cen relatywnych – a więc czynniki pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Zwracano uwagę, że w porównaniu z pozostałymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej Polska ma najniższą inflację mierzoną wskaźnikiem CPI, a biorąc pod uwagę wskaźnik HICP jedynie na Słowacji inflacja jest niższa niż w Polsce. Część członków Rady podkreślała, że dodatkowymi, w znacznym stopniu niezależnymi od polityki pieniężnej czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu cen w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej są: proces konwergencji cen i płac oraz ujednoczanie podatków pośrednich.

Omawiając perspektywy kształtowania się inflacji, część członków Rady wskazywała, że biorąc pod uwagę obserwowany ostatnio wzrost cen ropy na rynkach światowych oraz wyniki krótkookresowych prognoz sporządzonych w NBP, można oczekiwać, że w najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu. W średnim okresie w kierunku wyższej inflacji oddziaływać będzie wysoka dynamika wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem podwyższającym inflację w 2009 r. może być dalszy wzrost cen gazu i energii, związany ze wzrostem cen surowców energetycznych i uwolnieniem cen energii elektrycznej w Polsce. W dłuższym okresie w kierunku osłabienia dynamiki cen energii może oddziaływać liberalizacja rynku energii elektrycznej. Z kolei do ograniczenia inflacji powinny przyczynić się: niższe tempo wzrostu PKB za granicą, obserwowane dotychczas umocnienie kursu walutowego oraz dokonane podwyżki stóp procentowych.

Część Rady zwracała uwagę, że w sytuacji, gdy inflacja przez dłuższy okres utrzymuje się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, wzrasta ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Podwyższona inflacja może bowiem prowadzić do utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, na co wskazuje wysoki odsetek respondentów, którzy w badaniach ankietowych gospodarstw domowych stwierdzają, że oczekują utrzymania się inflacji na obecnym poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na odnotowane w maju obniżenie miar oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Ponadto, część członków Rady oceniała, że ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest ograniczone ze względu na czynniki, które będą zniechęcać przedsiębiorstwa do dalszego znacznego podwyższania wynagrodzeń. W tym kontekście wskazywano na oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego, odzwierciedlone w pogorszeniu się opublikowanych w maju wskaźników koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, umocnienie kursu złotego oraz obniżenie w I kw. 2008 r. wskaźników rentowności przedsiębiorstw.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, część członków Rady wskazywała, że silny wzrost wynagrodzeń stanowi nadal główny czynnik ryzyka dla stabilności cen. Zdaniem tych członków Rady dane za kwiecień o wynagrodzeniach oraz zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw oraz aktualne szacunki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce za I kw. br. potwierdzały, że presja płacowa pozostaje wysoka. Równocześnie część Rady wskazywała na nasilenie żądań płacowych w sektorze finansów publicznych i związaną z tym niepewność co do kształtu budżetu na 2009 r. Zwracano uwagę, że jednym z czynników, który przyczynia się obecnie do zwiększenia presji płacowej w tej grupie zawodowej jest utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dane dotyczące aktywności gospodarczej cechują się obecnie dużą zmiennością związaną m.in. z odmiennym niż w 2007 r. układem świąt oraz wprowadzeniem ograniczeń w handlu w dni wolne od pracy. Wskazywali oni, że w takiej sytuacji większą wagę należy przykładac do wskaźników koniunktury, które – choć wskazują na pozytywny stan gospodarki – uległy w maju obniżeniu. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w I kw. 2008 r. nastąpił spadek wykorzystania mocy produkcyjnych. Zdaniem tej części Rady tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych kwartałach powinno obniżyć się do tempa wzrostu produktu potencjalnego. Inni członkowie Rady podkreślali, że dynamika PKB w Polsce jest nadal wyższa od potencjału, a oznaki spowolnienia są zdecydowanie zbyt słabe, żeby móc oczekiwać powrotu inflacji do celu bez dalszego dostosowania polityki pieniężnej.

Część członków Rady argumentowała, że pogorszenie wskaźników rentowności przedsiębiorstw może negatywnie wpłynąć na dynamikę inwestycji. Zdaniem tych członków Rady, w kierunku ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego będzie również oddziaływać obniżenie popytu na polski eksport. Obniżenie popytu zewnętrznego, które związane jest z osłabieniem aktywności gospodarczej za granicą, potwierdzają badania koniunktury za I kw. br., w których po raz kolejny obniżył się wskaźnik prognoz eksportu.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były również zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Część członków Rady zwracała uwagę, że dane o wzroście PKB w I kw. 2008 r. dla Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro okazały się lepsze od oczekiwań. Inni członkowie Rady argumentowali, że większość wskaźników sygnalizuje silne spowolnienie w gospodarce amerykańskiej. Natomiast odnosząc się do sytuacji w strefie euro, część Rady zwracała uwagę na znaczne różnice w tempie wzrostu gospodarczego między poszczególnymi krajami. Podkreślali oni przy tym, że nadal zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego strefy euro jest słaby popyt wewnętrzny oraz ryzyko obniżenia popytu zewnętrznego, związane z umocnieniem kursu euro względem dolara amerykańskiego oraz funta szterlinga, a także osłabieniem aktywności w gospodarkach amerykańskiej i brytyjskiej. Członkowie ci argumentowali, że obawy o pogorszenie się koniunktury widoczne są w podwyższonej premii za ryzyko zawartej w oprocentowaniu kredytów dla przedsiębiorstw oferowanych przez banki w strefie euro. Wskazywano również, że Polska należy do krajów Unii Europejskiej, których wahania koniunktury są najsilniej skorelowane z wahaniami koniunktury w strefie euro, co oznacza, że spowolnienie wzrostu w strefie euro prawdopodobnie wpłynie negatywnie na wzrost gospodarczy w Polsce. Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że utrzymująca się w gospodarce światowej niepewność może skutkować mniejszym napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski, co również oddziaływałoby w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do dylematów banków centralnych, część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko stagflacji, czyli sytuacji, w której obniżeniu wzrostu gospodarczego będzie towarzyszyć wysoka inflacja. W tym kontekście dyskutowano na temat właściwej reakcji władz monetarnych na utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie, w szczególności gdy wynika ona z czynników w dużym stopniu niezależnych od krajowej polityki pieniężnej.

Dyskutując o kształtowaniu się kursu walutowego część członków Rady wskazywała, że umocnienie złotego było istotnym czynnikiem zwiększającym restrykcyjność polityki pieniężnej w ostatnim okresie. Równocześnie zwracano uwagę, że dalszy wzrost dysparytetu stóp procentowych może skutkować zwiększonym napływem krótkoterminowego kapitału do Polski, powodując dalszą aprecjację złotego i pogorszenie się wyników finansowych przedsiębiorstw, co miałyby negatywne konsekwencje dla aktywności inwestycyjnej oraz wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali, że zmianie uległy oczekiwania dotyczące przyszłych stóp procentowych Fed oraz EBC, co ma istotne znaczenie dla perspektyw kształtowania się dysparytetu stóp w najbliższym okresie. W przypadku Stanów Zjednoczonych oczekiwano, że pod koniec roku stopy mogą wzrosnąć, natomiast w strefie euro powszechne stało się oczekiwanie utrzymania stóp na dotychczasowym poziomie. Ponadto członkowie ci wskazywali, że trudno obecnie ocenić trwałość czynników, które przyczyniły się w ostatnim okresie do aprecjacji złotego.

Analizując wpływ zmian kursu na gospodarkę, część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko pogłębienia nierównowagi zewnętrznej w przypadku nadmiernej aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że trudno ocenić, w jakim stopniu pogłębianie się deficytu na rachunku obrotów bieżących związane jest z aprecjacją kursu, a na ile może wynikać z szybszego od potencjału wzrostu gospodarczego.

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali o przydatności tzw. reguły Taylora w polityce pieniężnej. Część członków Rady była zdania, że w prowadzeniu polityki pieniężnej powinna być ona wykorzystywana. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że reguła ta powinna być raczej stosowana do ocen formułowanych *ex post*. W tym kontekście wskazywano na problemy związane z prawidłową specyfikacją tej reguły oraz na niepewność dotyczącą szacunków naturalnej stopy procentowej oraz tempa wzrostu produktu potencjalnego dla Polski.

Rozważając decyzję o stopach procentowych dyskutowano o ewentualnym dalszym zacieśnieniu polityki pieniężnej. W ocenie części członków Rady ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, wysoka dynamika wynagrodzeń i zatrudnienia oraz utrzymywanie się tempa wzrostu PKB powyżej produktu potencjalnego, a także brak wyraźnych oznak spowolnienia aktywności gospodarczej wskazywały na ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Zdaniem tych członków Rady czynniki te przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych na majowym posiedzeniu. Ponadto członkowie ci wskazywali, że wstrzymanie się z decyzją o podwyżce stóp procentowych zwiększa ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego przez dłuższy okres, co wymagałoby następnie silniejszego ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego koniecznego do obniżenia inflacji do celu. Część członków Rady uznała jednak, że dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych wraz ze znaczącą aprecjacją złotego oraz oczekiwanym obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego mogą okazać się wystarczające dla obniżenia inflacji do celu w średnim okresie. Większość członków była zdania, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie będzie możliwa po zapoznaniu się z czerwcową projekcją inflacji NBP. Argumenty te uzasadniały, ich zdaniem, brak zmiany stóp na bieżącym posiedzeniu Rady.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna: 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Data publikacji: 19 czerwca 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 czerwca 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz kształtowaniu się kursu walutowego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle czerwcowej projekcji inflacji.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom inflacji CPI w Polsce w nadchodzących kwartałach. Część członków Rady wskazywała, że w świetle czerwcowej projekcji inflacji z modelu NECMOD od I kw. 2009 r. prognozowana inflacja będzie się stopniowo obniżać i – zgodnie z centralną ścieżką projekcji – będzie się zbliżać do celu inflacyjnego szybciej, niż oczekiwano w lutowej projekcji. Członkowie ci podkreślali, że podwyższona inflacja wynikająca ze wzrostu cen żywności i paliw na rynkach światowych obserwowana jest w wielu innych krajach, w tym również w strefie euro. Oceniali oni, że – podobnie jak w wielu innych krajach – okres utrzymywania się podwyższonej inflacji może być dłuższy, niż dotychczas oczekiwano. Zwracali jednocześnie uwagę, że w maju, pomimo wzrostu cen kontrolowanych, inflacja w Polsce była wciąż najniższa spośród krajów Europy Środkowo-Wschodniej, co jest m.in. efektem polityki pieniężnej prowadzonej w Polsce we wcześniejszym okresie.

Członkowie Rady wskazywali, że w maju inflacja CPI wzrosła do 4,4% i że w najbliższych miesiącach może być ona jeszcze wyższa m.in. ze względu na statystyczny efekt bazy. Podkreślali oni, że czynnikiem podwyższającym inflację CPI na początku 2009 r. może być dalszy wzrost cen energii elektrycznej w wyniku uwolnienia tych cen. Część członków Rady wskazywała, że zgodnie z czerwcową projekcją inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii będzie stopniowo wzrastać i w latach 2009-2010 będzie kształtować się na poziomie powyżej 2,5%, co – zdaniem tych członków Rady – świadczy o narastaniu presji popytowej w gospodarce.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że w maju dynamika produkcji przemysłowej była znacząco niższa od oczekiwań, co sygnalizowały wcześniej wskaźniki koniunktury. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować obniżenie aktywności w gospodarce polskiej w najbliższym okresie. Członkowie ci wskazywali, że do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce przyczyniać się będzie obniżenie aktywności w gospodarce światowej, w szczególności w strefie euro, a także obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego. Zwracali oni uwagę, że w świetle czerwcowej projekcji z modelu NECMOD w II poł. 2008 r. prognozowane tempo wzrostu PKB będzie niższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB, co będzie oddziaływać w kierunku zmniejszania presji inflacyjnej. Ponadto argumentowali, że struktura PKB w I kw. 2008 r. była korzystna z punktu widzenia perspektyw inflacji, gdyż spożycie indywidualne rosło wolniej, a inwestycje szybciej niż PKB. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że tempo wzrostu PKB w I kw. 2008 r. było wyższe od oczekiwań oraz prawdopodobnie wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego, wskazywali oni, że dane o produkcji przemysłowej za maj są trudne do interpretacji ze względu na odmienny niż w 2007 r. układ dni wolnych od pracy oraz, że dynamika sprzedaży detalicznej w maju była relatywnie wysoka. Członkowie ci byli zdania, że spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce nie będzie prawdopodobnie znaczące. Argumentowali oni, że w nadchodzącym okresie dynamika konsumpcji nie zmniejszy się istotnie m.in. ze względu na utrzymujące się wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń oraz kredytów dla gospodarstw domowych, a także zwiększanie się udziału kredytów konsumpcyjnych w kredytach dla gospodarstw domowych ogółem.

Omawiając sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń oraz niekorzystnej relacji między dynamiką wynagrodzeń a wydajności pracy. Zwracano uwagę, że w maju jednostkowe koszty pracy w przemyśle silnie wzrosły ze względu na spadek dynamiki produkcji przemysłowej oraz wysoką dynamikę wynagrodzeń. Podkreślano, że zgodnie z czerwcową projekcją z modelu NECMOD, w całym horyzoncie projekcji prognozowane tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce będzie wyższe od dynamiki wydajności pracy, a zatem jednostkowe koszty pracy będą nadal rosły. Część członków Rady wskazywała, że w I kw. 2008 r. zwiększył się udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem przedsiębiorstw, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Członkowie ci oceniali, że zwiększona presja na wzrost wynagrodzeń w części przedsiębiorstw sektora publicznego może w nadchodzącym okresie doprowadzić do wzrostu wynagrodzeń, a w konsekwencji także wzrostu cen wytwarzanych przez te przedsiębiorstwa produktów. Ponadto argumentowali, że podwyższona bieżąca inflacja jest jednym z czynników przyczyniających się do zwiększenia presji płacowej w sektorze finansów publicznych. Zdaniem części członków Rady zwiększa to ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy w nadchodzącym okresie.

Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wysoka dynamika wynagrodzeń oraz podwyższona inflacja CPI poprzez mechanizm waloryzacji rent i emerytur zwiększą wydatki budżetu państwa w 2009 r. i kolejnych latach, co będzie oddziaływało w kierunku pogłębienia deficytu sektora finansów publicznych. W tym kontekście wskazywano, że spodziewane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie dynamiki dochodów podatkowych budżetu będzie również oddziaływać w kierunku zwiększenia deficytu budżetowego.

Inni członkowie Rady oceniali, że wysoka dynamika wynagrodzeń jest w znacznej mierze związana z procesem konwergencji polskiej gospodarki względem zamożniejszych krajów Unii Europejskiej. Wskazywali oni, że koszty wynagrodzeń mają nadal relatywnie niewielki udział w kosztach ogółem przedsiębiorstw, i podkreślali, że w świetle badań koniunktury odsetek przedsiębiorstw, w których wzrost kosztów wynagrodzeń stanowi istotną przyczynę wzrostu cen oferowanych produktów, utrzymuje się na niskim poziomie. W ocenie tych członków Rady ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest obecnie znacznie mniejsze niż w latach 70. minionego stulecia. Ponadto argumentowali oni, że zwiększenie zatrudnienia w sytuacji napięć na rynku pracy – przynajmniej w krótkim okresie – powoduje obniżenie przeciętnej wydajności pracy ze względu na: obniżenie relacji kapitału do pracy, zatrudnianie osób o kwalifikacjach niższych od kwalifikacji pracowników już zatrudnionych oraz wysoki udział sektora usług (w którym wzrost wydajności jest relatywnie niski) we wzroście zatrudnienia, co łącznie oddziałuje w kierunku wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Oceniali oni, że spodziewane spowolnienie aktywności w gospodarce polskiej powinno z pewnym opóźnieniem doprowadzić do obniżenia dynamiki wynagrodzeń. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, żądania znaczących podwyżek wynagrodzeń w sektorze finansów publicznych nie zostaną w najbliższym okresie spełnione.

Analizując kształtowanie się kursu walutowego i jego wpływ na gospodarkę, wskazywano na znaczące umocnienie kursu złotego w ostatnim okresie. Podkreślano, że aprecjacja kursu zwiększa stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce i oddziałuje w kierunku obniżenia presji inflacyjnej, gdyż zmniejszają się wyrażone w złotych ceny produktów importowanych. W tym kontekście zwracano uwagę, że bieżący kurs złotego jest mocniejszy niż w czerwcowej projekcji z modelu NECMOD, a zatem przyszła inflacja może być niższa, niż wynika z projekcji. Jednocześnie argumentowano, że obserwowana obecnie aprecjacja kursu złotego będzie z pewnym opóźnieniem prowadziła do narastania deficytu rachunku obrotów bieżących. Część członków Rady była zdania, że wzrost deficytu powinien ograniczać presję inflacyjną ze względu na zwiększenie dynamiki popytu na dobra importowane kosztem popytu na dobra krajowe. Z drugiej strony niektórzy członkowie oceniali, że oczekiwane spowolnienie tempa

wzrostu gospodarczego w Polsce powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia deficytu rachunku obrotów bieżących.

Część członków Rady wskazywała, że aprecjacja kursu złotego oraz wzrost jednostkowych kosztów pracy prowadzą do pogorszenia wyników finansowych eksporterów. Argumentowali oni, że może to doprowadzić do ograniczenia skali inwestycji podejmowanych przez przedsiębiorstwa eksportujące, a w konsekwencji obniżenia tempa wzrostu potencjalnego PKB. W ocenie tych członków, wobec zmniejszenia aktywności w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski, a przez to spadku popytu zagranicy na polskie produkty, przedsiębiorstwa będą reagować na pogorszenie wyników finansowych podwyższeniem cen produktów przeznaczonych na rynek krajowy, co będzie zwiększało krajową presję inflacyjną.

Odnosząc się do zmian w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na niepewność dotyczącą sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii. Zwracano uwagę, że obniżenie wskaźników koniunktury gospodarczej w Niemczech sygnalizuje pogorszenie sytuacji w tej gospodarce. Oceniano, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro może się przesunąć w czasie, ale jednak nastąpi. Wskazywano, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych najprawdopodobniej dobiegł końca, a w strefie euro pojawiły się sygnały zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym okresie. Zwracano uwagę, że w razie zacieśnienia polityki pieniężnej w strefie euro lub w Stanach Zjednoczonych podwyższenie stóp procentowych NBP nie skutkowałoby dalszym wzrostem dysparytetu stóp procentowych między Polską a tymi gospodarkami. Część członków Rady oceniała, że globalny poziom stóp procentowych jest obecnie zbyt niski, wobec czego do obniżenia inflacji niezbędne jest zacieśnienie polityki pieniężnej zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i gospodarkach rozwijających się. W tym kontekście zwracano uwagę na dylematy banków centralnych wobec ryzyka stagflacji, czyli sytuacji, w której obniżeniu aktywności gospodarczej towarzyszy podwyższona inflacja, oraz dyskutowano na temat właściwej reakcji polityki pieniężnej na wzrost inflacji wywołany czynnikami niezależnymi od krajowej polityki pieniężnej.

Członkowie Rady zwracali uwagę na brak reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, mających istotne znaczenie dla kształtowania się długofalowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji. W ocenie członków Rady zaniechanie reformy finansów publicznych może prowadzić do nieoptymalnej *policy mix*. Podkreślano również, że brak jasno określonej ścieżki dostosowań stawek podatków pośrednich do wymogów Unii Europejskiej oraz szczegółowego programu liberalizacji rynku energii utrudnia ocenę przyszłego kształtowania się dynamiki cen, w szczególności cen regulowanych.

Rada dyskutowała także na temat optymalnej polityki komunikacyjnej członków ciała decyzyjnego banku centralnego z otoczeniem pod kątem oddziaływania na oczekiwania rynków finansowych co do przyszłego kształtu polityki pieniężnej. Podkreślano przy tym duże znaczenie komunikacji banku centralnego dla kształtowania oczekiwań inflacyjnych w sytuacji, gdy na skutek silnych i uporczywych szoków cenowych na rynkach surowców inflacja przez dłuższy czas może utrzymywać się na podwyższonym poziomie. W tym kontekście Rada zwracała uwagę, że brak jednoznacznych deklaracji rządu na temat planowanego terminu przystąpienia Polski do strefy euro może w obecnej sytuacji stanowić czynnik utrudniający prowadzenie optymalnej polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, uznano, że prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się poniżej celu. Za taką oceną przemawiały perspektywy inflacji zarysowane w czerwcowej projekcji, a także bieżące dane dotyczące inflacji oraz wysokiej dynamiki wynagrodzeń przewyższającej tempo wzrostu wydajności pracy. Taka ocena uzasadniała podwyżkę stóp na bieżącym posiedzeniu. Rada dyskutowała również na temat przyszłego kształtowania się stóp procentowych NBP. Zdaniem części członków Rady,

obniżenie inflacji do celu w średnim okresie może wymagać dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Inni członkowie Rady argumentowali, że dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej może skutkować nadmiernym umocnieniem kursu złotego. Zwracali oni uwagę, że podwyższona bieżąca inflacja wynika w znacznej mierze z czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej i wskazywali, że spodziewane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Data publikacji: 24 lipca 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 30 lipca 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się kursu walutowego oraz jego wpływie na wzrost gospodarczy, równowagę zewnętrzną i inflację, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, sytuacji na rynku pracy oraz ocenie ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że w efekcie dotychczasowego umocnienia złotego, poziom kursu walutowego jest obecnie istotnie silniejszy niż uwzględniono w czerwcowej projekcji inflacji, co może wpłynąć na obniżenie przyszłej inflacji. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że obserwowane w ostatnim okresie tempo aprecjacji złotego prawdopodobnie przewyższało tempo aprecjacji kursu równowagi. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w kierunku umocnienia kursu złotego, obok utrzymującego się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi, mogły także oddziaływać oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce, stymulujące napływ kapitału krótkoterminowego. Przy niskiej premii za ryzyko kraju i korzystnych fundamentach polskiej gospodarki kolejne podwyżki stóp procentowych mogą, zdaniem tych członków, prowadzić do dalszej silnej aprecjacji kursu złotego. Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego. Ponadto, twierdzili oni, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które przyczyniły się do aprecjacji kursu. Członkowie ci wskazywali, że na kształtowanie się kursu walutowego istotny wpływ mają także czynniki niefundamentalne oraz czynniki zewnętrzne, których oddziaływanie na kurs trudno przewidzieć. W związku z tym nie można, ich zdaniem, wykluczyć, że kurs złotego może się osłabić.

Dyskutując o skutkach aprecjacji kursu złotego, wskazywano, że oddziałuje ona w kierunku ograniczenia inflacji poprzez zmniejszenie importowanej inflacji, w tym łagodzenie wpływu wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych na ceny krajowe. Część członków zwracała uwagę, że umocnienie kursu złotego silniejsze niż kursu równowagi z pewnym opóźnieniem wpłynie negatywnie na aktywność gospodarczą w Polsce poprzez zmniejszenie konkurencyjności polskiego eksportu, co będzie oddziaływało w kierunku pogłębienia negatywnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB oraz może ograniczać działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Ich zdaniem, pogorszenie perspektyw polskiego eksportu

sygnalizują wyniki badań koniunktury NBP, które wskazują na wyraźne obniżenie w II kw. 2008 r. marż przedsiębiorstw produkujących na rynek zagraniczny, spadek liczby umów eksportowych oraz silniejsze umocnienie kursu rzeczywistego niż deklarowanego przez przedsiębiorstwa przeciętnego kursu zapewniającego opłacalność eksportu. Zwracano także uwagę na dane GUS o deficycie w handlu zagranicznym w 2007 r., który po rewizji okazał się wyższy niż wcześniej szacowano, co było głównie związane z większym wzrostem importu. Zdaniem części członków Rady oznacza to, że umocnienie kursu złotego może mieć większy wpływ na polski handel zagraniczny niż dotychczas oceniano. Członkowie ci wskazywali, że umocnienie kursu złotego będzie prowadzić do dalszego wzrostu deficytu w handlu zagranicznym w kolejnych kwartałach, na co wpływ będzie miało także spowolnienie wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki.

Z drugiej strony wskazywano natomiast, że według wstępnych danych o rachunkach narodowych za I kw. 2008 r., dynamika eksportu utrzymuje się na poziomie zbliżonym do dynamiki importu pomimo aprecjacji kursu złotego. Zwracano także uwagę, że wzrost importu może być związany nie tylko z aprecjacją kursu, ale również z wysoką dynamiką popytu krajowego. Argumentowano, że w kierunku pogorszenia się konkurencyjności polskich producentów oddziałuje także wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy.

Rada poświęciła wiele uwagi roli kursu walutowego w prowadzeniu polityki pieniężnej. Część członków Rady argumentowała, że w małej otwartej gospodarce, takiej jak gospodarka polska, zmiany kursu, w szczególności w relacji do kursu równowagi, wpływają istotnie na restrykcyjność polityki monetarnej i powinny być uwzględniane w decyzjach dotyczących wysokości stóp procentowych. Wskazywali oni, że aprecjacja kursu walutowego jest wprawdzie skutecznym sposobem ograniczenia inflacji, jednak nadmierne umocnienie waluty niesie za sobą ryzyko zbyt silnego osłabienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia równowagi zewnętrznej kraju. Inni członkowie argumentowali, że silne umocnienie kursu złotego w ostatnim okresie może być przejściowe i dlatego przy podejmowaniu decyzji o wysokości stóp procentowych zmiany kursu należy traktować jako czynnik neutralny. Część członków Rady wskazywała, że ze względu na specyfikę rynków walutowych, kurs może jednak długotrwale odchylić się od kursu równowagi.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego, część członków Rady zwracała uwagę, że dane za czerwiec o niższym niż oczekiwano wzroście produkcji przemysłowej i malejącej dynamice sprzedaży detalicznej, pogarszające się wskaźniki koniunktury w czerwcu i lipcu oraz informacje o niższym wykorzystaniu mocy produkcyjnych w III kw. br. sygnalizują stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku ograniczenia inwestycji, a przez to dynamiki PKB będzie również oddziaływało prawdopodobne pogorszenie się wskaźników rentowności przedsiębiorstw. Ponadto, zdaniem tych członków, można oczekiwać, że w drugiej połowie 2008 r. tempo wzrostu PKB będzie niższe niż dynamika produktu potencjalnego, co powinno oddziaływać w kierunku zmniejszania presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że skala oczekiwanego spowolnienia jest niewielka i może być niewystarczająca do obniżenia inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto, mimo pewnego obniżenia nadal obserwowana jest wysoka dynamika agregatów kredytowych co, zdaniem tych członków, sprzyja utrzymaniu się presji inflacyjnej.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę, że wysoka dynamika wynagrodzeń i wzrost jednostkowych kosztów pracy są nadal głównymi czynnikami ryzyka dla inflacji w średnim okresie. Wskazywano, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego nie doprowadziło dotychczas do spadku presji płacowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z wynikami badań koniunktury NBP w III kw. 2008 r. drugi raz z rzędu pogorszyły się prognozy wzrostu zatrudnienia i płac, a dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach się obniża. Zdaniem tych członków w II poł. 2008 r. można spodziewać się stopniowego łagodzenia napięć na rynku pracy, do czego przyczyni się oczekiwany wzrost aktywności zawodowej oraz mniejsza skala

emigracji zarobkowej Polaków za granicę. Część członków podkreślała ponadto, że osłabienie wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie popytu na pracę oraz pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw powinny oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki wynagrodzeń.

W trakcie dyskusji wskazywano, że podwyższona bieżąca inflacja wraz z adaptacyjnym charakterem oczekiwań inflacyjnych rodzi ryzyko utrwalenia się inflacji na relatywnie wysokim poziomie. Podkreślano także, że obserwowana ostatnio wzmożona dyskusja publiczna na temat wzrostu cen oddziałuje w kierunku wyższych oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem części członków Rady siła oddziaływania oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac będzie jednak malała wraz z osłabianiem się koniunktury. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest, zdaniem tych członków, obserwowana w ostatnim okresie silna aprecjacja kursu złotego, która wpływa na obniżenie oczekiwań inflacyjnych.

Na posiedzeniu omawiano także kształtowanie się bieżącej inflacji. Wskazywano, że pomimo wzrostu wskaźnika cen konsumpcyjnych w czerwcu (co wynikało głównie ze wzrostu dynamiki cen żywności, paliw oraz niektórych usług), inflacja w Polsce, obok Słowacji, jest najniższa w regionie. Podkreślano także, że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, mimo wzrostu, nadal nie przekracza wartości referencyjnej, co związane jest z tym, że obserwowany obecnie wzrost inflacji ma charakter globalny.

Jednocześnie wskazywano, że w czerwcu wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, co zdaniem części członków Rady, potwierdza narastanie presji inflacyjnej. Analizując kształtowanie się inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii podkreślano, że od połowy 2006 r. wskaźnik ten systematycznie rośnie, a czerwcową projekcją inflacji wskazuje na jego dalszy wzrost i utrzymanie się na relatywnie wysokim poziomie w 2009 r. Zwracano także uwagę, że w ostatnich latach inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii kształtowała się istotnie poniżej inflacji CPI, co w przypadku utrzymania się takiej relacji może sprawić, że inflacja CPI ukształtuje się powyżej celu inflacyjnego również w 2009 r., a nawet dłużej. Część członków Rady zwracała natomiast uwagę, że oczekiwany spadek tempa wzrostu gospodarczego, dotychczasowe umocnienie kursu walutowego oraz dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych mogą przyczynić się do obniżenia inflacji w pobliżu celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, jakkolwiek spodziewany wzrost cen regulowanych będzie czynnikiem podwyższającym inflację.

Omawiając zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki część członków Rady podkreślała, że utrzymuje się niepewność co do długości trwania spowolnienia w gospodarce światowej oraz siły jego wpływu na wzrost gospodarczy w Polsce. Dane dotyczące Stanów Zjednoczonych wskazują, zdaniem tych członków, że wprowadzony tam impuls fiskalny w dużej części został zneutralizowany wzrostem cen paliw i przyczyni się jedynie do krótkotrwałego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Zgodnie z najnowszymi prognozami w II poł. 2008 r. należy oczekiwać ponownego obniżenia aktywności w gospodarce amerykańskiej, które może utrzymać się także w 2009 r. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę na pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce europejskiej, w tym w szczególności w Niemczech, gdzie dotychczas wzrost gospodarczy był relatywnie wysoki.

Część członków Rady zwracała uwagę, że ze względu na źródła obecnie podwyższonej inflacji banki centralne realizujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego nie dążą do szybkiego sprowadzenia inflacji do celu, gdyż mogłoby to skutkować nadmiernym obniżeniem wzrostu gospodarczego. W tym kontekście wskazywano, że w Polsce działaniem, które mogłoby przyczynić się do zmniejszenia presji inflacyjnej i zarazem obniżyłoby koszty sprowadzenia inflacji do celu są reformy strukturalne, w tym reforma finansów publicznych. Reforma finansów publicznych powinna doprowadzić do zmniejszenia procyklicznego wpływu polityki fiskalnej na gospodarkę.

Na posiedzeniu dyskutowano o ewentualnych dalszych podwyżkach stóp procentowych. Część członków Rady akcentowała, że ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, silny wzrost wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy w połączeniu z oczekiwanym jedynie niewielkim spowolnieniem aktywności gospodarczej przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu. Argumentowano także, że dla perspektyw procesów inflacyjnych kluczowe znaczenie ma kształtowanie się realnych stóp procentowych, a te obniżają się mimo dokonanych podwyżek. Większość Rady uznała jednak, że silna aprecjacja kursu złotego, oczekiwane zmniejszenie napięć na rynku pracy oraz spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego wraz z dokonanymi dotychczas podwyżkami stóp procentowych będą sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie, a pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie będzie możliwa po analizie danych napływających w kolejnych miesiącach. Ponadto członkowie ci wskazywali, że zbyt duża skala podwyżek stóp procentowych może sprzyjać nadmiernej aprecjacji, co w połączeniu z pogorszeniem perspektyw wzrostu za granicą oznaczałoby ryzyko istotnego osłabienia eksportu, a także stwarzałoby ryzyko znacznego obniżenia aktywności gospodarczej w Polsce i dalszego narastania nierównowagi zewnętrznej. Argumenty te, zdaniem większości Rady, uzasadniały brak zmian stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna: 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Data publikacji: 21 sierpnia 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 27 sierpnia 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się kursu walutowego oraz jego wpływie na wzrost gospodarczy, równowagę zewnętrzną i inflację, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, sytuacji na rynku pracy. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Analizując wpływ kursu walutowego na perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce, zwracano uwagę na obserwowaną w sierpniu deprecjację kursu złotego, a także innych walut regionu, zarówno względem dolara amerykańskiego, jak i względem euro. Wskazywano, że obecnie trudno ocenić, czy obserwowane osłabienie złotego będzie miało trwały charakter. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na ryzyko osłabienia kursu złotego w kontekście oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Ponadto, wskazywali oni, że istotne dla kształtowania się kursu złotego w przyszłości mogą być zmiany kursu euro względem dolara amerykańskiego. Członkowie ci podkreślali, że w przypadku dalszej deprecjacji złotego kurs walutowy przestanie być czynnikiem ograniczającym inflację w Polsce. Jednocześnie wskazywano jednak, że spowolnienie w gospodarce światowej, w tym w gospodarkach Unii Europejskiej, może zmniejszyć popyt na polski eksport, co oddziaływałoby w kierunku osłabienia kursu równowagi. Inni członkowie Rady zwracali również uwagę, że mimo obserwowanej ostatnio deprecjacji kurs złotego był nadal istotnie mocniejszy niż w poprzednich kwartałach. Wskazywali oni, że aprecjacja kursu jest wprawdzie czynnikiem zmniejszającym

importowaną inflację, jednak dalsze podwyżki stóp procentowych mogłyby oddziaływać w kierunku ponownego umocnienia kursu złotego, co mogłoby mieć negatywne skutki dla konkurencyjności polskich producentów i w konsekwencji dla aktywności gospodarczej w Polsce.

Omawiając kształtowanie się kursu złotego, dyskutowano o wpływie aprecjacji na równowagę zewnętrzną polskiej gospodarki. Wskazywano, że według wstępnych danych w I poł. 2008 r. nastąpiło pogłębienie ujemnego salda obrotów handlu zagranicznego. Zwracano jednocześnie uwagę, że wstępne dane sygnalizują zmianę w strukturze finansowania deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, wyrażającą się w spadku w II kw. 2008 r. bezpośrednich inwestycji zagranicznych i wzroście inwestycji portfelowych. Część członków Rady argumentowała, że przyczyną wzrostu deficytu w handlu zagranicznym była prawdopodobnie silna aprecjacja kursu złotego, zmniejszająca konkurencyjność polskich producentów zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że szybszy wzrost importu niż eksportu mógł być związany z wysoką dynamiką popytu krajowego, stąd biorąc pod uwagę spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce można oczekiwać, że dynamika importu ulegnie obniżeniu. Ponadto, członkowie ci argumentowali, że w dłuższej perspektywie ważniejszym czynnikiem zmniejszającym konkurencyjność polskiego eksportu może być wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy.

Odnosząc się do zmian w zewnętrznym otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na utrzymywanie się, mimo stosunkowo wysokiej dynamiki PKB w II kw. 2008 r., niekorzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, a także na głębsze niż wcześniej oczekiwano pogorszenie koniunktury w części gospodarek Unii Europejskiej. Szczególną uwagę zwracano na silne osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego, obniżenie wskaźników koniunktury oraz na dalsze pogorszenie nastrojów konsumentów w gospodarkach będących głównymi odbiorcami polskiego eksportu – Niemczech, Francji, Włoszech i Wielkiej Brytanii. Wskazywano także na pogorszenie się perspektyw eksportu strefy euro, w tym przede wszystkim eksportu Niemiec, co ze względu na silne powiązania handlowe między polskimi i niemieckimi eksporterami może przełożyć się na ograniczenie polskiego eksportu.

Podczas dyskusji zwracano uwagę na obserwowany od początku lipca br. znaczny spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych, zaznaczając jednocześnie, że obecnie trudno ocenić, czy ma on charakter trwały. Część członków Rady argumentowała, że ze względu na oczekiwane dalsze osłabienie koniunktury w krajach rozwiniętych zmniejszyło się ryzyko ponownego silnego wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że wolniejszy wzrost popytu globalnego może przełożyć się także na wyhamowanie wzrostu cen innych surowców, co będzie oddziaływało w kierunku ograniczenia inflacji na świecie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano na sygnały osłabienia aktywności gospodarczej tj. niższy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej i dalszy spadek zamówień w przemyśle przetwórczym w lipcu br., pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw i wzrost udziału półproduktów i produktów w toku oraz towarów i produktów gotowych w strukturze zapasów w I poł. 2008 r. oraz obniżenie się większości wskaźników koniunktury. Część członków Rady zwracała uwagę, że w kierunku dalszego obniżania dynamiki PKB może oddziaływać ograniczenie inwestycji, do którego przyczyniać się będzie spadek rentowności przedsiębiorstw. Ponadto, argumentowali oni, że dalsze pogorszenie koniunktury w Unii Europejskiej może – poprzez spadek popytu na polski eksport – prowadzić do głębszego, niż obecnie oczekiwane, osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika PKB w II kw. 2008 r. była prawdopodobnie wyższa od oczekiwanej w czerwcowej projekcji, co sygnalizuje, że dalsze obniżenie tempa wzrostu gospodarczego może być mniejsze niż prognozowano. Wskazywali oni także, że wnioskowanie o zmianach aktywności gospodarczej w Polsce na podstawie

miesięcznych danych o produkcji przemysłowej jest obarczone niepewnością, szczególnie biorąc pod uwagę rosnący udział usług w strukturze polskiej gospodarki.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy, które kształtują się na poziomie istotnie wyższym niż oczekiwano w czerwcowej projekcji. Część członków Rady argumentowała, że relacja między wzrostem płac a wzrostem wydajności pracy może ulec w najbliższym okresie dalszemu pogorszeniu ze względu na spodziewane osłabienie wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie dynamiki wydajności pracy. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że spowolnienie wzrostu gospodarczego wpłynie na zmniejszenie popytu na pracę, a przez to z pewnym opóźnieniem na ograniczenie presji płacowej, a wysoka wciąż relatywnie dynamika inwestycji będzie oddziaływała w kierunku wzrostu wydajności pracy. Zwracali oni także uwagę na spadek znaczenia presji płacowej jako bariery rozwoju wskazywanej przez przedsiębiorstwa w badaniach koniunktury NBP oraz na malejącą stopniowo dynamikę zatrudnienia przy utrzymującym się wzroście aktywności zawodowej ludności. Ponadto, członkowie ci argumentowali, że do łagodzenia napięć na rynku pracy przyczyniać się będzie zmniejszenie skali emigracji, między innymi ze względu na pogorszenie koniunktury gospodarczej w Wielkiej Brytanii i innych krajach Unii Europejskiej. Wskazywano również, że wysoka dynamika wynagrodzeń związana jest w części z procesem konwergencji gospodarki polskiej względem zamożniejszych krajów Unii Europejskiej.

Oceniając wpływ utrzymującej się wysokiej dynamiki płac na procesy inflacyjne, część członków Rady argumentowała, że w warunkach nadal szybkiego wzrostu popytu przedsiębiorcy mogą częściowo przetrzucać wzrost kosztów pracy na ceny. Ponadto, zwracano uwagę, że rosnący skutek zwiększających się dochodów ludności popyt konsumpcyjny oddziałuje w kierunku wzrostu presji inflacyjnej, o czym świadczy trwający od kilku kwartałów wzrost inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług. Członkowie ci wskazywali ponadto, że oczekiwany wzrost wskaźnika CPI w sierpniu br. rodzi ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Z drugiej strony, część członków Rady wskazywała, że w ostatnim miesiącu oczekiwania inflacyjne ustabilizowały się, a osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce będzie ograniczało ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Zwracali oni także uwagę, że wpływ szybkiego wzrostu płac na inflację może być osłabiany przez obserwowane w poprzednich latach zmniejszanie się udziału kosztów pracy w całkowitych kosztach przedsiębiorstw.

Część członków Rady wskazywała, że utrzymaniu presji popytowej, oprócz szybkiego wzrostu wynagrodzeń, sprzyjać może nadal wysoka, choć obniżająca się, dynamika kredytów, w tym wysoki wzrost kredytów konsumpcyjnych. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wskutek spadku wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz wzrostu akcji kredytowej rośnie obciążenie aktywów zobowiązaniami, co powinno ograniczać możliwość dalszego zaciągania kredytów bankowych przez te podmioty. Podkreślali oni również, że w tym samym kierunku oddziaływać może spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie wskazywano, że ewentualny wzrost dysparytetu stóp procentowych może mieć ograniczony wpływ na dynamikę agregatów kredytowych ze względu na możliwość substytucji kredytów złotych kredytami denominowanymi w walutach obcych. Z drugiej strony argumentowano, że podwyżka stóp procentowych powinna oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki kredytów m.in. poprzez wpływ na oczekiwania dotyczące przyszłych dochodów gospodarstw domowych.

Na posiedzeniu omawiano również kształtowanie się bieżącej inflacji. Wskazywano, że w lipcu inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii utrzymała się na poziomie z czerwca br., a przyspieszenie inflacji CPI w stosunku do poprzedniego miesiąca wynikało ze wzrostu dynamiki cen żywności, nośników energii i paliw. Zwracano także uwagę, że Polska, obok Słowacji, ma nadal najniższą inflację w regionie oraz że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, mimo wzrostu, nadal nie przekracza wartości referencyjnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych część członków Rady wskazywała, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego może być niewystarczająca do obniżenia inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto, zahamowanie aprecjacji złotego wraz z ryzykiem deprecjacji kursu związanym z oczekiwanym spadkiem aktywności w polskiej gospodarce, obniżające się realne stopy procentowe – mimo dotychczas dokonanych podwyżek – oraz ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie uzasadniały, ich zdaniem, podwyżkę stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie tych członków Rady odsuwanie w czasie dalszych podwyżek stóp procentowych może zwiększyć koszty obniżenia inflacji do celu. Zdaniem innych członków Rady, znaczne osłabienie aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych, a także oczekiwany spadek presji płacowej będą sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Członkowie ci wskazywali, że podwyższenie stóp procentowych mogłoby oddziaływać w kierunku ponownej aprecjacji kursu złotego, co stwarzałoby ryzyko głębszego osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce i dalszego narastania nierównowagi zewnętrznej. Ponadto, argumentowali oni, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji w średnim okresie na podwyższonym poziomie będzie możliwa po analizie danych napływających w kolejnych miesiącach.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Data publikacji: 18 września 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 24 września 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: perspektywach inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, sytuacji na rynku pracy w Polsce oraz perspektywach przystąpienia przez Polskę do strefy euro.

Analizując kształtowanie się wzrostu gospodarczego w Polsce zwracano uwagę, że dynamika PKB w II kw. była znacznie wyższa, a w III kw. 2008 r. będzie prawdopodobnie również wyższa od oczekiwanej w projekcji czerwcowej. Część członków Rady wskazywała jednak na wzrost udziału nakładów brutto na środki trwałe i spadek udziału spożycia ogółem we wzroście PKB w II kw., co może sygnalizować zmniejszenie się presji na wzrost cen konsumpcyjnych. Członkowie ci argumentowali również, że spadek produkcji przemysłowej, głębsze od oczekiwań obniżenie się dynamiki produkcji budowlano-montażowej oraz znaczne pogorszenie się wskaźników koniunktury w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu br. sygnalizują istotne osłabienie aktywności w polskiej gospodarce w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali także, że na obniżenie tempa wzrostu PKB w Polsce wpływał będzie spadek popytu na polski eksport wynikający ze znacznego pogorszenia się dynamiki wzrostu gospodarczego w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski. W tym samym kierunku oddziaływać będą obserwowana w pierwszej połowie roku aprecjacja złotego, zmniejszająca konkurencyjność polskich producentów na rynkach zagranicznych i na rynku krajowym, a także

osłabienie popytu konsumpcyjnego związane z prawdopodobnym pogorszeniem sytuacji na rynku pracy.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na dalsze wyraźne pogarszanie się perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Wskazywano na spadki produkcji przemysłowej w tych gospodarkach oraz dalsze pogarszanie się wskaźników koniunktury. Część członków Rady zwracała uwagę, że kryzys na rynku mieszkaniowym i rynkach finansowych przyczyni się do znacznego spadku popytu konsumpcyjnego w gospodarce amerykańskiej. Członkowie ci podkreślali także, że wsparcie udzielone instytucjom finansowym przez rząd Stanów Zjednoczonych ograniczy możliwość dalszego stymulowania popytu za pomocą polityki fiskalnej. W kierunku ograniczenia popytu będą także oddziaływać regulacje zaostrzające kryteria udzielania kredytów, które prawdopodobnie zostaną wprowadzone w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano również, że nasilenie się zaburzeń na rynkach finansowych w Stanach Zjednoczonych przełoży się prawdopodobnie na sytuację sektora bankowego części gospodarek Unii Europejskiej i będzie dodatkowym czynnikiem osłabiającym aktywność gospodarczą w tych krajach.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy w Polsce, wskazywano na trwające od początku roku obniżanie się dynamiki zatrudnienia i spadek dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu br. Część członków Rady argumentowała, że może to sygnalizować, iż osłabieniu aktywności gospodarczej w Polsce będzie towarzyszyć stosunkowo szybki spadek presji płacowej. Członkowie ci zwracali uwagę, że w kierunku spadku dynamiki wynagrodzeń oddziaływać może także zwiększenie podaży pracy w Polsce związane z możliwym nasileniem powrotów Polaków z krajów UE, w których znacznie pogorszyła się bieżąca i przewidywana sytuacja gospodarcza. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wynagrodzeń pozostaje wysoka i może utrzymywać się na podwyższonym poziomie ze względu na opóźnienia między osłabieniem aktywności gospodarczej a pogorszeniem sytuacji na rynku pracy. W ich ocenie przy spadku tempa wzrostu PKB może prowadzić to w najbliższym okresie do dalszego spadku wydajności pracy i tym samym wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Inni członkowie Rady zwracali także uwagę, że spadek dynamiki wynagrodzeń może być ograniczany przez proces konwergencji gospodarki polskiej do bardziej rozwiniętych gospodarek Unii Europejskiej, w których udział wynagrodzeń w PKB jest znacznie wyższy niż w Polsce. Ponadto, niektórzy członkowie podkreślali, że szybki wzrost jednostkowych kosztów pracy może w dłuższym okresie znacznie pogorszyć konkurencyjność polskich przedsiębiorstw, w tym eksporterów.

Na posiedzeniu omawiano także kształtowanie się agregatów pieniężnych w Polsce. Część członków Rady zwracała uwagę na wciąż bardzo szybki przyrost kredytów konsumpcyjnych, podkreślając, że będzie on prawdopodobnie oddziaływał w kierunku utrzymania się wysokiej presji popytowej. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że pozostająca od kilku lat na wysokim poziomie dynamika podaży szerokiego pieniądza może świadczyć o utrzymywaniu się presji inflacyjnej w gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że ograniczająco na dynamikę kredytów wpływać może ewentualne zaostrzenie kryteriów ich udzielania, a także obniżenie zdolności kredytowej gospodarstw domowych związane z pogorszeniem ich sytuacji finansowej w wyniku istotnego spadku wartości ich aktywów.

Analizując kształtowanie się inflacji w Polsce, wskazywano, że zharmonizowany wskaźnik inflacji HICP w Polsce był w sierpniu br. nadal najniższy wśród krajów regionu, a także niższy niż w większości krajów strefy euro. Zwracano także uwagę na niższy od oczekiwań wskaźnik inflacji CPI w sierpniu br. oraz na spadek cen żywności i ropy naftowej na rynkach światowych, który powinien oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji w kolejnych miesiącach. Część członków Rady wskazywała jednak na znaczny wzrost inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii w sierpniu br. Równocześnie podkreślano, że ten wskaźnik inflacji bazowej kształtował się do lipca br. na niższym poziomie ze względu na zeszloroczną promocyjną

obniżkę cen usług internetowych, a jego poziom obserwowany od sierpnia br. lepiej odzwierciedla procesy cenowe w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na ryzyko utrzymania się inflacji bazowej w kolejnych kwartałach powyżej celu inflacyjnego NBP oraz inflacji CPI powyżej górnej granicy odchyień od celu w związku z możliwymi podwyżkami cen regulowanych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w świetle prawdopodobnej rezygnacji z wcześniej zapowiadanego uwolnienia cen energii dla gospodarstw domowych od początku 2009 r. dynamika cen energii może być niższa niż wcześniej oceniano, a przez to ryzyko utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie może się zmniejszyć.

Ważnym czynnikiem uwzględnianym w dyskusji były wyniki spotkania Prezesa Rady Ministrów i przedstawicieli rządu z Radą Polityki Pieniężnej w dniu 16 września 2008 r. dotyczącego perspektyw przystąpienia przez Polskę do strefy euro. Na posiedzeniu część członków Rady wskazywała, że dążenie do spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht w 2011 r. może wymagać prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż w sytuacji, w której Polska miałaby spełnić kryteria zbieżności w późniejszym okresie. Niektórzy z nich zwracali uwagę, że konieczność spełnienia tego kryterium w 2011 r., a tym samym ustabilizowania inflacji na odpowiednim poziomie w latach 2010-2011, uzasadniała zaostrzenie polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Zdaniem innych członków Rady spowolnienie gospodarki polskiej przyczyni się do obniżenia inflacji do poziomu umożliwiającego spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht. Ponadto, część członków Rady wskazywała, że ze względu na niepewność co do poparcia przez wymaganą większość parlamentarną zmian w konstytucji koniecznych z punktu widzenia wprowadzenia euro w Polsce na bieżącym posiedzeniu nie ma potrzeby rozważać ewentualnego dostosowania polityki pieniężnej do konieczności spełnienia kryterium inflacyjnego.

Na posiedzeniu dyskutowano także o wpływie perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro na kurs złotego. Część członków Rady zwracała uwagę, że przygotowaniom Polski do przystąpienia do strefy euro może towarzyszyć aprecjacja nominalnego kursu złotego, która oddziaływałaby w kierunku obniżenia inflacji. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast na ryzyko deprecjacji kursu złotego w przypadku, gdyby konsultacje polityczne, o których wspomniano we wspólnym komunikacie Prezesa Rady Ministrów i Rady Polityki Pieniężnej, zakończyły się niepowodzeniem, szczególnie w warunkach zwiększonej globalnej awersji do ryzyka związanej z zaburzeniami na rynkach finansowych.

Rozważając decyzję o stopach procentowych część członków Rady wskazywała, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego może być niewystarczająca do obniżenia inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto, zdaniem tych członków Rady ryzyko utrzymania się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego w dłuższym okresie, ryzyko deprecjacji kursu związane z zaburzeniami na światowych rynkach finansowych i możliwością rewizji ocen dotyczących perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro, ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie oraz obniżające się – mimo dotychczas dokonanych podwyżek – realne stopy procentowe uzasadniały podwyżkę stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie tych członków Rady za taką decyzją przemawiały także zarysowane po spotkaniu z Prezesem Rady Ministrów perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro i wynikająca stąd konieczność spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht. Ponadto, członkowie ci zwracali również uwagę, że odsuwanie w czasie podwyżek stóp procentowych może zwiększyć koszty obniżenia inflacji do celu. Zdaniem innych członków Rady, znaczne osłabienie aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych, a także spadek cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych będą sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Członkowie ci wskazywali, że podwyższenie stóp procentowych mogłoby oddziaływać w kierunku nadmiernego ograniczenia popytu wewnętrznego oraz – przyczyniając się do ponownej aprecjacji kursu złotego – obniżenia

cenowej konkurencyjności eksportu, i w konsekwencji stwarzać ryzyko znaczącego osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Zdaniem tych członków Rady, niepewność związana z zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych oraz brakiem konsensusu politycznego w sprawie terminu przyjęcia euro uzasadniały wstrzymanie się z ewentualnym dostosowywaniem polityki pieniężnej do konieczności spełnienia kryterium inflacyjnego. Ponadto, argumentowali oni, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji w średnim okresie na podwyższonym poziomie będzie możliwa po analizie październikowej projekcji inflacji i PKB oraz danych napływających w kolejnych miesiącach.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Data publikacji: 23 października 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 października 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: sytuacji w otoczeniu zewnętrznym gospodarki polskiej, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, sytuacji na rynku pracy oraz perspektywach przystąpienia Polski do strefy euro. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji i PKB.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na dalsze znaczące pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej. Podkreślano, że kryzys sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych przyczynia się do pogłębienia niekorzystnych zmian w realnej sferze gospodarki tego kraju. Zwracano także uwagę na znaczące pogorszenie koniunktury w Wielkiej Brytanii i silne spowolnienie aktywności ekonomicznej w strefie euro, a także znaczące obniżenie prognoz wzrostu dla strefy euro. Ponadto podkreślano, że w nadchodzącym okresie obniżenie aktywności obejmie nie tylko gospodarki rozwinięte, lecz także rozwijające się, w tym kraje Azji oraz Ameryki Łacińskiej. W przypadku gospodarek eksportujących surowce istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego będzie spadek wartości eksportu w wyniku spadku cen surowców, przy czym obniżenie aktywności w gospodarkach wschodzących importujących surowce może dodatkowo oddziaływać w kierunku obniżenia cen tych surowców. Wskazywano, że obniżenie aktywności w gospodarce światowej ogranicza presję inflacyjną, co skłania banki centralne wielu krajów do łagodzenia polityki pieniężnej.

Rada poświęciła wiele uwagi kwestii wpływu obniżenia aktywności w gospodarce światowej oraz zaburzeń na globalnych rynkach finansowych na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywano, że recesja w strefie euro, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski, spowoduje zmniejszenie popytu na polski eksport. Podkreślano, że pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej oraz wzrost niepewności w otoczeniu zewnętrznym mogą – mimo nadal relatywnie dobrej sytuacji polskiej gospodarki – prowadzić do pogorszenia oczekiwań gospodarstw domowych co do przyszłej sytuacji gospodarczej kraju, a w konsekwencji do osłabienia popytu konsumpcyjnego. Ponadto argumentowano, że wywołany dekonunkturą na rynkach finansowych spadek wartości aktywów gospodarstw domowych może

dotatkowo oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki konsumpcji. Wskazywano także, że zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki mogą niekorzystnie wpływać na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw w Polsce. Do obniżenia dynamiki inwestycji mogą przyczyniać się przede wszystkim pogarszające się oczekiwania przedsiębiorców co do przyszłego popytu na rynku zagranicznym i krajowym. Ponadto zwracano uwagę, że wywołany zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych wzrost premii za ryzyko spowodował wzrost rynkowych stóp procentowych w Polsce, a w konsekwencji wzrost kosztu kredytu, co również będzie przyczyniać się do obniżenia dynamiki inwestycji w nadchodzącym okresie. W tym samym kierunku mogą oddziaływać utrudnienia w pozyskiwaniu kapitału na nowe inwestycje, związane ze spadkami cen akcji na rynku kapitałowym. Zwracano jednocześnie uwagę na dalsze zaostrzenie przez banki kryteriów przyznawania kredytów. Wśród niekorzystnych efektów obniżenia aktywności w gospodarce światowej oraz kryzysu na globalnych rynkach finansowych wymieniono także możliwe zmniejszenie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski oraz pogorszenie perspektyw finansowania przedsiębiorstw za pomocą kredytów zaciąganych za granicą.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że w nadchodzących kwartałach omówione powyżej czynniki będą oddziaływać w kierunku zmniejszenia dynamiki PKB. Podkreślano, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego sygnalizują m.in. pogarszające się w ostatnich miesiącach wskaźniki koniunktury. Podkreślano także, że dynamika sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej w III kw. 2008 r. kształtuje się na poziomie wyraźnie niższym niż w pierwszej połowie br. Z drugiej strony część członków Rady wskazywała, że w kierunku ograniczenia spadku dynamiki krajowego PKB oddziaływać będą: napływ środków na cele inwestycyjne z funduszy strukturalnych UE, oczekiwany stosunkowo niski poziom cen ropy naftowej i innych surowców, a także obserwowane od lipca do października br. osłabienie kursu złotego, które – o ile okaże się trwałe – może zmniejszać negatywny wpływ obniżenia aktywności w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki na dynamikę polskiego eksportu.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, oceniano, że w najbliższym okresie można oczekiwać utrzymania się presji płacowej mimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Równocześnie zwracano jednak uwagę, że w dalszej perspektywie presja płacowa będzie się obniżać ze względu na zmniejszenie popytu na pracę, na które wskazuje m.in. dalszy spadek rocznej dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. Argumentowano także, że ze względu na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Europie Zachodniej można oczekiwać zwiększonych powrotów Polaków z emigracji zarobkowej, a w konsekwencji wzrostu liczby osób aktywnych zawodowo, co dodatkowo będzie łagodzić presję płacową. Ponadto oceniano, że obserwowany w ostatnich kwartałach silny wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie skutkował utrzymaniem się dynamiki wydajności pracy na relatywnie wysokim poziomie, przyczyniając się do poprawy niekorzystnej relacji pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń a wydajności pracy w nadchodzącym okresie.

Analizując kształtowanie się inflacji w Polsce wskazywano, że we wrześniu br. wzrosła inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost inflacji bazowej był jednym z głównych czynników odpowiedzialnych za znaczący wzrost inflacji CPI w okresie ostatniego roku. Podkreślali oni, że istotny wkład do wzrostu inflacji CPI oraz inflacji bazowej miało zwiększenie się dynamiki cen usług. Argumentowali oni, że wysokie tempo wzrostu tych cen w analizowanym okresie wynikało z jednej strony z narastającej presji popytowej (co z kolei – w ocenie tych członków Rady – było efektem obserwowanej w ostatnich kwartałach wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz szybkiego wzrostu kredytów), a z drugiej strony z nasilenia presji kosztowej w wyniku wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci wskazywali ponadto na sygnały świadczące o rosnącym udziale wydatków na usługi w wydatkach konsumpcyjnych gospodarstw domowych, co oznacza, że wpływ cen usług na wskaźnik CPI będzie wzrastał. Zdaniem tych członków uwzględnienie w przyszłym roku tych

tendencji w zrewidowanym przez GUS koszyku inflacyjnym może – przy zachowaniu obecnych trendów cenowych – oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w 2009 r. Inni członkowie Rady wskazywali, że w obliczu pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego popyt gospodarstw domowych na usługi może ulec obniżeniu, ograniczając tym samym presję na dalszy wzrost ich cen. Równocześnie wskazywali oni, że wzrost cen usług może być związany ze wzrostem popytu na usługi, wynikającym z dostosowywania się struktury konsumpcji w Polsce do zamożniejszych krajów Unii Europejskiej. Członkowie ci argumentowali także, że wysoka roczna dynamika cen niektórych usług (np. w kategorii *restauracje i hotele*) wynika częściowo z wcześniejszych silnych wzrostów cen żywności, natomiast w przypadku części innych usług wzrosty cen są w dużej mierze związane z niedostateczną konkurencją na rynkach tych usług.

Część członków zwracała uwagę, że w minionym roku na wzrost inflacji CPI duży wpływ miał wzrost cen regulowanych zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych (w szczególności cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz nośników energii), podkreślając jednocześnie, że również w przyszłości dalszy wzrost tych cen będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia inflacji. Inni członkowie wskazywali, że ze względu na oczekiwane utrzymanie się wysokiego wkładu dynamiki cen regulowanych do inflacji cen konsumpcyjnych, obniżenie inflacji CPI do poziomu celu inflacyjnego wymaga ograniczenia inflacji bazowej poprzez istotne zmniejszenie presji popytowej.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, część członków Rady podkreślała, że podwyższone tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach wynikało w dużej mierze z wysokiej rocznej dynamiki cen żywności i paliw, zaś w kolejnych miesiącach oczekiwane obniżenie się dynamiki tych cen, związane ze spadkami cen surowców na rynkach światowych, będzie obniżać inflację. Podkreślano jednak przy tym, że trudno obecnie oceniać, na ile trwały okaże się obecny relatywnie niski poziom cen ropy naftowej. Część członków wskazywała, że już we wrześniu br. inflacja CPI obniżyła się pod wpływem silnego spadku rocznej dynamiki cen żywności i paliw. Zwracali oni uwagę, że obniżanie się dynamiki PKB poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego w nadchodzących kwartałach będzie sprzyjać zmniejszeniu presji inflacyjnej. Część członków argumentowała także, że podwyżki cen regulowanych oraz wynikające ze wzrostu rynkowych stóp procentowych zwiększenie obciążenia gospodarstw domowych spłatami wcześniej zaciągniętych kredytów będzie ograniczać wielkość bieżącej konsumpcji, przyczyniając się do zmniejszenia presji popytowej, a w konsekwencji presji inflacyjnej. W kierunku obniżenia inflacji powinno ponadto oddziaływać oczekiwane słabnięcie presji płacowej, a także utrzymanie się deflacyjnego wpływu towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Ponadto członkowie ci oceniali, że ze względu na możliwość znaczącego obniżenia aktywności w polskiej gospodarce, w nadchodzących kwartałach inflacja może okazać się wyraźnie niższa, niż to wynika z październikowej projekcji inflacji z modelu NECMOD. Zdaniem tych członków Rady przy obecnie nadzwyczaj wysokiej niepewności co do perspektyw wzrostu w gospodarce światowej, znajdującej odzwierciedlenie w znaczących i częstych rewizjach prognoz makroekonomicznych, przydatność prognoz konstruowanych na podstawie modeli ekonometrycznych jest mniejsza niż zwykle. Wskazywano, że ze względu na istotne pogorszenie sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, w ramach prac nad październikową projekcją z modelu NECMOD dokonano kwantyfikacji związanych z tym ryzyk, w świetle której prognozowana dynamika PKB oraz inflacja w Polsce będą niższe, niż to wynikało z danych dostępnych do 26 września br. Część członków Rady zwracała także uwagę na inne prognozy inflacji, które w ostatnim okresie były rewidowane w dół.

Inni członkowie Rady byli zdania, że nawet znaczące spowolnienie tempa wzrostu PKB nie doprowadzi do szybkiego obniżenia inflacji, na co wskazuje październikowa projekcja NBP. Członkowie ci zwracali także uwagę na wyniki innych prac prognostycznych prowadzonych w

NBP, według których prognozowana inflacja, pomimo rewizji w dół, utrzyma się w najbliższych kwartałach na podwyższonym poziomie. Ponadto podkreślali oni, że zgodnie z centralną ścieżką projekcji prognozowana inflacja CPI w 2009 r. będzie kształtować się na poziomie przekraczającym górną granicę odchyień od celu inflacyjnego NBP nawet po uwzględnieniu kwantyfikacji ryzyk wynikających z pogorszenia się perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że w świetle październikowej projekcji inflacja bazowa pozostanie w najbliższych kwartałach na podwyższonym poziomie. Zwracano także uwagę, że niektóre miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych we wrześniu wzrosły. Część członków wskazywała, że oczekiwania co do przyszłej inflacji mogą rosnąć pod wpływem zawirowań na rynkach finansowych i związanej z nimi deprecjacji kursu złotego, obserwowanej w październiku. Równocześnie wskazywano, że we wrześniu obniżyły się oczekiwania inflacyjne analityków bankowych oraz niektóre miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, a zdaniem części członków Rady antycypowane przez gospodarstwa domowe obniżenie aktywności w gospodarce polskiej może wpłynąć na obniżenie ich oczekiwań co do przyszłej inflacji.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były także perspektywy przystąpienia Polski do strefy euro w kontekście przedstawionego przez Radę Ministrów w październiku br. harmonogramu działań zmierzających do przyjęcia euro. Wskazywano, że prawdopodobieństwo realizacji tego harmonogramu jest uzależnione od poparcia przez wymaganą większość parlamentarną zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro. Jednocześnie zwracano uwagę, że istotnym czynnikiem, który może wpływać na perspektywy przyjęcia euro w Polsce będą zmiany sytuacji na rynkach finansowych. Odnosząc się do perspektywy spełnienia przez Polskę kryterium inflacyjnego z Maastricht, część członków Rady argumentowała, że spowolnienie aktywności gospodarczej w wielu krajach Unii Europejskiej będzie znacznie silniejsze niż w Polsce, co sprawi, że wartość referencyjna dla tego kryterium obniży się w większym stopniu, niż inflacja w Polsce. Zdaniem tych członków Rady oznacza to, że spełnienie tego kryterium w 2011 r. będzie wymagało prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż w sytuacji, w której ocena spełnienia przez Polskę kryteriów zbieżności z Maastricht miałyby nastąpić w późniejszym terminie.

Rada podkreślała, że trwałemu spełnieniu kryteriów konwergencji sprzyjałoby przeprowadzenie reform strukturalnych, w tym zwiększenie konkurencji w niektórych sektorach gospodarki.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano na silne osłabienie kursu złotego wobec dolara amerykańskiego i euro obserwowane w październiku. Zwracano przy tym uwagę, że deprecjacja kursu walutowego w październiku była związana z zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych i odpływem kapitału zagranicznego i dotyczyła wszystkich krajów regionu stosujących reżim płynnego kursu walutowego, a także wielu innych krajów. W tym kontekście dużo uwagi poświęcono bieżącej sytuacji makroekonomicznej oraz polityce pieniężnej w niektórych małych otwartych gospodarkach. Dyskutując o kursie walutowym, wskazywano, że w sytuacji zwiększonej niepewności zmiany kursu walutowego małych gospodarek otwartych podlegają większym niż zwykle wahaniom. Część członków Rady argumentowała, że wiarygodna perspektywa przystąpienia Polski do strefy euro może ograniczyć zmienność kursu złotego wobec euro, podkreślając jednocześnie, że opóźnienia w tym procesie mogą prowadzić do deprecjacji kursu. Rada dyskutowała także o roli dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi dla kształtowania się kursu złotego.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarki światowej oraz wzrost niepewności co do przyszłej sytuacji gospodarczej w Polsce przy jednocześnie podwyższonym bieżącym i oczekiwanym poziomie inflacji uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie.

Rada dyskutowała także o poziomie stóp procentowych NBP w najbliższym okresie. Część członków Rady wskazywała, że w nadchodzących kwartałach należy oczekiwać utrzymywania się inflacji powyżej celu inflacyjnego pomimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że przy jednoczesnym silniejszym obniżeniu aktywności, a w konsekwencji presji inflacyjnej w wielu innych krajach Unii Europejskiej może to utrudnić spełnienie przez Polskę kryterium inflacyjnego z Maastricht. W ocenie tych członków argumenty te przemawiają za utrzymaniem stóp procentowych w nadchodzącym okresie na niezmiennym poziomie. Inni członkowie argumentowali, że obniżenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego będzie prowadzić do obniżenia inflacji do poziomu celu w średnim okresie, przy czym wskazywali oni, że obniżenie aktywności w gospodarce polskiej może okazać się silniejsze, niż się obecnie ocenia, co w połączeniu ze zmniejszeniem dostępności kredytu, a także utrzymywaniem się rynkowych stóp procentowych na podwyższonym poziomie w wyniku zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych może przyczynić się do obniżenia inflacji poniżej celu. Zdaniem tych członków Rady argumenty te mogą uzasadniać potrzebę obniżenia stóp procentowych NBP w nadchodzących miesiącach.

Członkowie Rady podkreślali, że ocena dotycząca właściwego dla zapewnienia stabilności cen w średnim okresie poziomu stóp procentowych NBP będzie zależeć od danych napływających w kolejnych miesiącach.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Data publikacji: 20 listopada 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 26 listopada 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: sytuacji w otoczeniu zewnętrznym gospodarki polskiej, perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, sytuacji na rynku kredytowym, kształtowaniu się kursu złotego oraz przewidywanej sytuacji w sektorze finansów publicznych.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym wskazywano na dalsze pogarszanie się perspektyw światowego wzrostu gospodarczego, a w szczególności na obserwowaną już recesję w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii. Zwracano równocześnie uwagę, że globalnemu spowolnieniu wzrostu gospodarczego towarzyszy silny spadek cen ropy naftowej i innych surowców, co oddziałuje w kierunku obniżenia inflacji na świecie. Wskazywano, że czynniki te skłoniły wiele banków centralnych do dalszych znacznych obniżek stóp procentowych. W niektórych krajach pojawiły się obawy o deflację. Podkreślano, że ze względu na wzajemne zależności między sektorem finansowym a sferą realną obecnie trudno jest ocenić, jak silnie globalny kryzys finansowy wpłynie na aktywność w gospodarce światowej, choć skala tego wpływu może być znaczna.

Dyskutując o wpływie obniżenia aktywności w gospodarce światowej oraz zaburzeń na globalnych rynkach finansowych na perspektywy aktywności ekonomicznej w Polsce, zwracano uwagę na rewizje w dół prognoz krajowego wzrostu gospodarczego. Argumentowano, że niższe od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za październik, słabsze niż

w 2007 r. wyniki finansowe przedsiębiorstw po trzech kwartałach br. oraz obniżające się wskaźniki koniunktury potwierdzają oczekiwania dotyczące spowolnienia aktywności gospodarczej w Polsce. Wskazywano także na wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw, zgodnie z którymi nastąpiło pogorszenie wskaźnika prognoz popytu oraz zatrudnienia. Podkreślano, że oczekiwane pogorszenie sytuacji na rynku pracy w Polsce w połączeniu z recesją w głównych krajach docelowych emigracji zarobkowej Polaków mogą przyczynić się do pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych, a w konsekwencji do obniżenia popytu konsumpcyjnego. Zdaniem części członków Rady istotne pogorszenie się uwarunkowań zewnętrznych oraz ryzyko znaczącego ograniczenia popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego związane z pogorszeniem się oczekiwań co do przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju wskazują, że w 2009 r. wzrost PKB w Polsce może okazać się niższy niż wynika z październikowej projekcji NBP.

W tym kontekście zwracano także uwagę, że ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia popytu krajowego będzie zaostrzenie polityki kredytowej przez banki. Część członków Rady argumentowała, że w 2009 r. możliwa jest stabilizacja lub nawet zmniejszenie wielkości kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Trudniejszy dostęp do kredytu będzie wynikał przede wszystkim z wprowadzanego obecnie zaostrzenia kryteriów i warunków przyznawania kredytów przez banki (ostrożniejsza ocena zdolności kredytowej, wzrost marż, podniesienie wymaganych zabezpieczeń, wzrost pozaodsetkowych kosztów kredytu itp.), przy czym wzrost kosztów kredytu może w pewnej części wynikać ze wzrostu oferowanego przez banki oprocentowania depozytów. W kierunku ograniczenia akcji kredytowej oddziałuje również utrzymywanie się rynkowych stóp procentowych na podwyższonym poziomie oraz utrudniony dostęp banków do zewnętrznych źródeł finansowania. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że jak dotąd dane monetarne nie wskazują na wyraźne obniżenie dynamiki kredytów.

Omawiając sytuację na rynku pracy wskazywano, że – pomimo pewnego obniżenia – dynamika wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się na wysokim poziomie. Zdaniem części członków Rady w kolejnych kwartałach można jednak oczekiwać spadku zatrudnienia i wzrostu bezrobocia, do czego przyczyni się także prawdopodobne zwiększenie podaży pracy, wynikające z czynników demograficznych oraz spadku atrakcyjności emigracji zarobkowej Polaków do innych krajów Unii Europejskiej. Większość członków Rady oceniała, że oczekiwane obniżenie wzrostu gospodarczego i związane z nim pogorszenie sytuacji na rynku pracy przełożą się na ograniczenie presji płacowej, co przy spadającej bieżącej inflacji znacznie ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy.

Analizując bieżącą inflację w Polsce wskazywano, że od roku utrzymuje się ona powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Część członków Rady, zwracała uwagę, że obecnie podwyższony poziom inflacji wynika w dużej części z wysokiego wzrostu cen regulowanych (przede wszystkim cen usług nierynkowych związanych z utrzymaniem mieszkania i cen nośników energii) pozostających poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Wskazywano równocześnie, że w kierunku utrzymania inflacji na podwyższonym poziomie oddziałuje również wzrost cen niektórych usług rynkowych związany z presją popytową. Inni członkowie Rady argumentowali, że dynamika konsumpcji utrzymuje się poniżej tempa wzrostu PKB, co – w ich ocenie – oznacza, że presja popytowa w gospodarce polskiej jest ograniczona. Członkowie ci wskazywali także, że w październiku 2008 r. obniżyły się cztery z sześciu miar inflacji bazowej, a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się na poziomie z września br.

Odnosząc się do przyszłej inflacji część członków Rady zwracała uwagę, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji, kluczowe znaczenie dla polityki pieniężnej mają obecnie perspektywy kształtowania się inflacji po 2009 r. Członkowie ci podkreślali przy tym, że oczekiwane obniżenie się inflacji będzie następować szybciej niż wskazuje październikowa projekcja NBP. Zdaniem tych członków Rady, za taką oceną przemawiają: prawdopodobne

silniejsze niż dotychczas przewidywano osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce, istotne ograniczenie presji inflacyjnej na świecie (w tym dalszy spadek cen surowców), słabsze – w warunkach obniżającego się popytu – przełożenie obserwowanego obecnie wzrostu jednostkowych kosztów pracy na ceny oraz szybsze obniżenie dynamiki płac niż uwzględniono w projekcji. Członkowie ci wskazywali, że dynamika zarówno cen żywności, jak i cen paliw może okazać się w 2009 r. niższa niż prognozowano. Równocześnie podkreślano, że czynnikiem opóźniającym proces obniżania się inflacji będzie wzrost cen regulowanych, w tym cen energii elektrycznej, oraz wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe związany z dostosowaniem stawek podatkowych do wymogów UE. Wskazywano, że niepewność co do kształtowania się cen regulowanych jest istotnym czynnikiem utrudniającym określenie momentu powrotu inflacji do celu inflacyjnego.

Odnosząc się do kwestii kursu walutowego część członków Rady podkreślała, że bieżący kurs złotego był słabszy niż przyjęto w październikowej projekcji inflacji, co może oddziaływać w kierunku wzrostu cen. Ponadto, członkowie ci zwracali uwagę, że deprecjacja ogranicza przeniesienie spadku cen surowców na rynkach światowych na ceny krajowe. Inni członkowie Rady oceniali, że wpływ obserwowanej w ostatnich miesiącach deprecjacji złotego na inflację w Polsce będzie ograniczony ze względu na mniejszą siłę oddziaływania zmian kursu na ceny konsumpcyjne w sytuacji oczekiwanego spowolnienia gospodarczego.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego zwracano uwagę, że deprecjacja kursu złotego w ostatnich miesiącach w dużym stopniu wynikała z odpływu kapitału zagranicznego z gospodarek rozwijających się, związanego z zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych. Argumentowano, że rola dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi została przejściowo ograniczona, a perspektywy kształtowania się kursu walutowego w dużej mierze zależą od sytuacji na rynkach finansowych w gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady podkreślała, że deprecjacja kursu walutowego powoduje wzrost wielkości i kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw. Zwracano jednak uwagę, że niższy poziom kursu złotego może łagodzić negatywny wpływ obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro na wielkość popytu na Polski eksport.

Rada wiele uwagi poświęciła perspektywom polityki fiskalnej w 2009 r. w świetle zapowiadanych poprawek do projektu ustawy budżetowej. Wskazywano, że utrzymanie deficytu budżetowego na poziomie przyjętym w pierwotnym projekcie budżetu będzie oznaczać – przy założeniu niższego wzrostu gospodarczego – wzrost restrykcyjności polityki fiskalnej. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że nie jest jeszcze znany ostateczny kształt ustawy budżetowej, a planowane ograniczenie wydatków nie musi oznaczać ich istotnego faktycznego zmniejszenia m.in. ze względu na możliwość przesunięcia części środków niewykorzystanych w 2008 r. na kolejny rok. Rada podkreślała, że zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych może być czynnikiem sprzyjającym łagodzeniu polityki pieniężnej.

Odnosząc się do kwestii przystąpienia do strefy euro zwracano uwagę na wzrost niepewności dotyczący realizacji harmonogramu przyjęcia przez Polskę wspólnej waluty ze względu na dotychczasowy brak konsensusu politycznego w tej sprawie. Równocześnie wskazywano, że w polityce pieniężnej należy uwzględniać ryzyko silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, które utrudniłoby spełnienie kryterium fiskalnego z Maastricht.

Rada dyskutowała także o sytuacji płynnościowej w sektorze bankowym i jej oddziaływaniu na mechanizm transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście poruszano kwestie zasadności ewentualnego dalszego dostosowania instrumentów polityki pieniężnej do warunków płynnościowych na rynku międzybankowym.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady oceniała, że dalsze pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, w tym recesja u głównych partnerów handlowych Polski, sygnały istotnego obniżenia aktywności gospodarczej w Polsce w

kolejnych kwartałach i wynikające z tego oczekiwane znaczne obniżenie presji inflacyjnej w średnim okresie uzasadniały złagodzenie polityki pieniężnej na listopadowym posiedzeniu. Czynnikiem sprzyjającym zmniejszeniu restrykcyjności polityki pieniężnej było także deklarowane przez przedstawicieli rządu utrzymanie dyscypliny finansów publicznych w sytuacji oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Członkowie ci argumentowali także, że obniżenie stóp procentowych NBP będzie przeciwdziałać ograniczeniu akcji kredytowej banków. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na trudny do określenia horyzont powrotu inflacji do celu inflacyjnego oraz na znaczną zmienność kursu złotego jako na czynniki przemawiające za utrzymaniem stóp na niezmiennym poziomie. Członkowie ci oceniali, że ewentualne zmiany parametrów polityki pieniężnej powinny nastąpić w późniejszym okresie – tj. po zapoznaniu się Rady z ustawą budżetową na 2009 r. oraz kolejnymi informacjami dotyczącymi inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce.

Przedmiotem dyskusji Rady była również skala obniżenia stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady uważała, że znaczące pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce przemawia za obniżeniem stóp procentowych o 50 punktów bazowych na listopadowym posiedzeniu. Większość członków Rady uznała jednak, że zmiany zachodzące w polskiej gospodarce uzasadniają stopniowe złagodzenie polityki pieniężnej. Wskazywali oni, że wobec utrzymującej się wysokiej awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych zbyt silne obniżenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu mogłoby przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Data publikacji: 18 grudnia 2008 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 23 grudnia 2008 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, sytuacji na rynku kredytowym oraz kształtowaniu się kursu złotego.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na dalsze pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej, w tym na pogłębiającą się recesję w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Podkreślano, że zmiany zachodzące w gospodarce światowej prowadzą do szybszego niż wcześniej oczekiwano obniżania się inflacji w wielu gospodarkach, m.in. w wyniku spadku cen surowców, w tym ropy naftowej. Wskazywano, że skłoniło to wiele banków centralnych, w szczególności banki krajów znajdujących się w recesji, do dalszego znacznego złagodzenia polityki pieniężnej.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom krajowego wzrostu gospodarczego. Podkreślano, że niekorzystne zmiany w otoczeniu zewnętrznym przyczyniają się do silniejszego niż wcześniej oczekiwano obniżenia aktywności w gospodarce polskiej, co potwierdzają gorsze od oczekiwań dane za listopad o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. Wśród najważniejszych

kanałów oddziaływania światowego kryzysu na gospodarkę polską wymieniano: obniżenie popytu zewnętrznego, pogorszenie oczekiwań podmiotów co do przyszłej sytuacji gospodarczej kraju oraz zaostrzenie polityki kredytowej banków. Wskazywano, że w nadchodzącym okresie można spodziewać się silnego obniżenia inwestycji przedsiębiorstw przede wszystkim w wyniku spowolnienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia perspektyw zbytu na rynkach krajowym i zagranicznym, a także utrudnionego dostępu przedsiębiorstw do kredytów zarówno w złotych, jak i walutach obcych. Do znaczącego zmniejszenia popytu inwestycyjnego przyczynić się będą także: pogarszające się wyniki finansowe przedsiębiorstw, ograniczone możliwości finansowania działalności za pośrednictwem rynku kapitałowego oraz prawdopodobne zmniejszenie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Ponadto zwracano uwagę, że w wyniku zaostrzenia polityki kredytowej banków małe i średnie przedsiębiorstwa mogą mieć trudności z wykorzystaniem funduszy unijnych przeznaczonych na inwestycje ze względu na konieczność wniesienia wkładu własnego. Podkreślano, że dane o PKB w III kw. 2008 r. wskazują na znacznie silniejsze niż oczekiwano obniżenie dynamiki inwestycji. Zwracano przy tym uwagę, że roczna dynamika inwestycji w sektorze przedsiębiorstw była w III kw. 2008 r. ujemna, a wzrost inwestycji w gospodarce wynikał z nadal relatywnie wysokiego tempa wzrostu wydatków majątkowych sektora finansów publicznych oraz inwestycji mieszkaniowych. Oceniano, że w IV kw. 2008 r. wkład inwestycji do wzrostu PKB może być bliski zera, a w I poł. 2009 r. ujemny.

Dyskutując na temat przyszłej sytuacji gospodarczej oceniano, że do spowolnienia wzrostu przyczyni się także obniżenie dynamiki konsumpcji i eksportu, a wzrost PKB w IV kw. 2008 r. oraz w kolejnych kwartałach będzie najprawdopodobniej niższy, niż to wynika z październikowej projekcji NBP. Wskazywano, że spadek dynamiki polskiego eksportu może być silniejszy, niż to miało miejsce we wcześniejszych okresach spowolnienia wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym, gdyż w ostatnich latach wzrosła skala powiązań kooperacyjnych między podmiotami polskimi i zagranicznymi, a także zwiększył się udział wrażliwych na cykl koniunkturalny towarów wysoko przetworzonych w produkcji eksportowej Polski. Ponadto argumentowano, że wbrew wcześniejszym oczekiwaniom popyt konsumpcyjny może również ulec wyraźniejszemu osłabieniu, na co wskazują gorsze od oczekiwań dane za listopad o sprzedaży detalicznej. Do obniżenia dynamiki spożycia indywidualnego przyczyni się spodziewane pogorszenie sytuacji na rynku pracy, sygnalizowane przez listopadowe dane o obniżającej się dynamice wynagrodzeń i spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz wzroście bezrobocia, a także zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów dla gospodarstw domowych. Argumentowano, że ograniczony dostęp do kredytów będzie silniej oddziaływać na popyt konsumpcyjny, niż w poprzednich okresach spowolnienia wzrostu gospodarczego, gdyż w ostatnich latach wzrosło znaczenie kredytu w finansowaniu wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Ponadto pogorszenie sytuacji na rynku mieszkaniowym, związane m.in. z zaostrzeniem warunków i kryteriów przyznawania kredytów hipotecznych, przyczyni się do obniżenia popytu na dobra i usługi związane z wyposażeniem mieszkań. Wśród czynników, które negatywnie oddziałują na popyt konsumpcyjny wymieniano ponadto pogarszające się nastroje konsumentów oraz obniżającą się w wyniku podwyżek cen regulowanych siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych.

Odnosząc się do perspektyw inflacji oceniano, że w nadchodzącym okresie tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie się nadal obniżać i znajdzie się w przedziale odchylenia od celu inflacyjnego, tym samym kształtując się poniżej wielkości prognozowanych w październikowej projekcji inflacji NBP. Do niższej niż prognozowano inflacji w krótkim okresie przyczynią się przede wszystkim niższe niż zakładano ceny surowców na rynkach międzynarodowych, w tym ceny ropy naftowej i gazu. W średnim okresie w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej oddziaływać będą: silniejsze niż wcześniej oczekiwano obniżenie tempa wzrostu w gospodarce światowej i polskiej, niska inflacja w otoczeniu zewnętrznym przekładająca się na spadek

dynamiki cen dóbr importowanych oraz szybsze niż przyjęto w projekcji słabnięcie presji płacowej, związane ze spadkiem popytu na pracę oraz zwiększeniem jej podaży m.in. w wyniku nasilonych powrotów Polaków z emigracji zarobkowej. Ponadto część członków Rady wskazywała, że w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego obserwowany wcześniej wzrost jednostkowych kosztów pracy jedynie w ograniczonym stopniu przeniesie się na ceny. Zwracano też uwagę na większy od oczekiwań spadek inflacji CPI w listopadzie. Wśród czynników ograniczających proces obniżania się inflacji wymieniono natomiast: dalszy wzrost cen kontrolowanych, podwyżki akcyzy na niektóre wyroby oraz obserwowaną w ostatnich miesiącach deprecjację kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że wpływ osłabienia kursu walutowego na ceny w warunkach spowolnienia gospodarczego będzie prawdopodobnie ograniczony.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego podkreślano, że obserwowane w ostatnich miesiącach znaczące osłabienie złotego wobec euro i dolara amerykańskiego oraz wzrost zmienności kursu wynikają przede wszystkim ze wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, który skutkuje odpływem kapitału z rynków wschodzących. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że aprecjacja kursu złotego w I poł. 2008 r. oraz jego późniejsza deprecjacja mogły być wzmocniane przez zawieranie przez polskie przedsiębiorstwa strukturyzowanych kontraktów walutowych. W tym kontekście wskazywano, że deprecjacja kursu w II poł. 2008 r. przyczyniła się do pogorszenia sytuacji finansowej niektórych przedsiębiorstw, co może dodatkowo ograniczać inwestycje tych przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała uwagę, że w wyniku deprecjacji kursu zwiększa się wyrażona w złotych wartość długu publicznego denominowanego w walutach obcych, a w konsekwencji także relacja długu do PKB, co ze względu na ograniczenia ustawowe może spowodować konieczność ograniczenia wydatków sektora finansów publicznych w kolejnych latach. Inni członkowie wskazywali jednak, że udział zadłużenia denominowanego w walutach obcych w całkowitym długu publicznym jest znacznie niższy od udziału długu w złotych. Jako korzystny skutek osłabienia kursu złotego wskazywano jednak, iż zwiększa ono konkurencyjność polskich produktów na rynkach zagranicznych, co będzie ograniczać negatywny wpływ recesji w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski na dynamikę polskiego eksportu.

Analizując sytuację na rynku kredytowym wskazywano, że zaostrzenie polityki kredytowej banków oraz utrzymujące się podwyższone w stosunku do stóp NBP rynkowe stopy procentowe są związane z zaburzeniami płynnościowymi w systemie bankowym, będącymi efektem kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych. Argumentowano, że działania banków komercyjnych ukierunkowane na zwiększenie płynności – zmniejszanie akcji kredytowej i oferowanie wysokiego oprocentowania depozytów – przyczynią się do ograniczania popytu krajowego w nadchodzącym okresie. Zwracano także uwagę, że zbyt wysokie oprocentowanie depozytów może prowadzić do pogorszenia wyników finansowych banków i w konsekwencji stanowić czynnik ograniczający przyszłą akcję kredytową. Wskazywano, że efekt ten nie jest jeszcze widoczny w danych monetarnych, w świetle których w listopadzie kredyty nadal relatywnie szybko rosły. Część członków Rady argumentowała, że utrzymujący się wzrost kredytów dla przedsiębiorstw w listopadzie może wynikać z faktu, iż przedsiębiorstwa starają się wykorzystać dostępne linie kredytowe, obawiając się dalszego zaostrzenia polityki kredytowej banków.

Rada dyskutowała także na temat działań NBP oraz rządu, które mogłyby przeciwdziałać ograniczaniu akcji kredytowej przez banki. Argumentowano, że celowi temu sprzyjać będzie system rządowych gwarancji i poręczeń kredytowych, obejmujący w szczególności kredyty dla przedsiębiorstw, w tym kredyty zaciągane w związku z realizacją projektów finansowanych ze środków unijnych. Zwracano uwagę, że wobec problemów płynnościowych banków ewentualne obniżki stóp procentowych NBP mogą nie w pełni przełożyć się na spadek rynkowych stóp procentowych. W ocenie części uczestników dyskusji stanowi to argument przemawiający za

koniecznością znaczących obniżek stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że nawet silne obniżki stóp procentowych nie zwiększą dostępności ani nie obniżą kosztu kredytu, gdyż te są uzależnione od sytuacji płynnościowej banków oraz oczekiwań gospodarstw domowych i przedsiębiorców co do przyszłej sytuacji gospodarki polskiej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniała, że sygnały silniejszego i następującego szybciej niż oczekiwano obniżenia aktywności w gospodarce światowej i polskiej w połączeniu ze znacznym obniżeniem presji inflacyjnej w średnim okresie przemawiają za obniżeniem stóp procentowych NBP. Część członków Rady była zdania, że łagodzenie polityki pieniężnej powinno następować stopniowo m.in. ze względu na wysoki poziom niepewności co do perspektyw gospodarki światowej i polskiej, a także co do siły oddziaływania obniżek stóp NBP na wysokość rynkowych stóp procentowych i popyt krajowy. Argumentowali oni, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby niekorzystnie wpłynąć na oczekiwania uczestników rynków finansowych odnośnie do perspektyw gospodarki polskiej, a przez to przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że w obecnych warunkach wpływ dysparytetu stóp procentowych na kurs walutowy jest ograniczony. Większość członków Rady uznała, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce oraz podwyższony koszt kredytu wynikający z utrzymywania się rynkowych stóp procentowych na poziomie istotnie wyższym od poziomu stopy referencyjnej NBP przy jednoczesnym wyraźnym osłabieniu presji inflacyjnej uzasadniają znaczące złagodzenie polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Członkowie ci argumentowali, że zbyt słaba reakcja polityki pieniężnej na niekorzystne procesy zachodzące w polskiej gospodarce może przyczynić się do ich nasilenia, a w konsekwencji – poprzez pogorszenie oczekiwań uczestników rynków finansowych – oddziaływać w kierunku osłabienia i wzrostu zmienności kursu złotego. Oceniali oni, że bardziej znaczące obniżenie stóp procentowych NBP będzie przeciwdziałać ograniczeniu akcji kredytowej banków, a w konsekwencji zbyt silnemu osłabieniu popytu krajowego, a także obniży koszt kredytu, w tym także koszt obsługi zaciągniętych wcześniej kredytów; co dodatkowo mogłoby zmniejszyć odsetek tzw. złych długów, oddziałując w kierunku zwiększenia stabilności systemu finansowego. Wskazywali również, że deklarowane przez przedstawicieli rządu utrzymanie dyscypliny finansów publicznych pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego, stanowi dodatkowy czynnik sprzyjający łagodzeniu polityki pieniężnej. Rada dyskutowała także na temat skali możliwych dalszych obniżek stóp procentowych NBP.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych, a także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 75 punktów bazowych. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 75 punktów bazowych, w związku z czym wniosek o obniżenie stóp procentowych o 50 punktów bazowych nie był przedmiotem głosowania. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, a stopa redyskonta weksli 5,25%.

Data publikacji: 22 stycznia 2009 r.

Załącznik nr 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2008 r.

Data	Przedmiot wniosku lub uchwały	Decyzja RPP	Wyniki głosowania Członków Rady
29.01.2008	Uchwała w sprawie przywrócenia stanu organizacyjnego zgodnego z ustawą o Narodowym Banku Polskim		<p>Za: J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p> <p>Przeciw: S. Skrzypek</p>
30.01.2008	Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.	Wniosek nie uzyskał większości głosów	<p>Za: D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner</p> <p>Przeciw: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna</p>

30.01.2008	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	Podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<p>Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p> <p>Przeciw: M. Pietrewicz</p>
20.02.2008	Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego		<p>Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner</p> <p>Przeciw: A. Wojtyna</p>
27.02.2008	Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.	Wniosek nie uzyskał większości głosów.	<p>Za: D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner</p> <p>Przeciw: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna</p>

27.02.2008	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	Podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<p>Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar M. Noga A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner</p> <p>Przeciw: A. Wojtyna S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz</p>
26.03.2008	Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.	Wniosek nie uzyskał większości głosów.	<p>Za: D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner</p> <p>Przeciw: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna</p>
26.03.2008	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	Podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<p>Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p>

22.04.2008	Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31.12.2007 r.		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
30.04.2008	Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Wniosek nie uzyskał większości głosów.	Za: D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna Przeciw: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński
21.05.2008	Uchwała w sprawie przyjęcia <i>Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2007</i>		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna

21.05.2008	Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji <i>Założeń polityki pieniężnej na rok 2007 r.</i>		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
27.05.2008	Uchwała w sprawie zatwierdzenia <i>Sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2007 r.</i>		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner Przeciw: A. Wojtyna
28.05.2007	Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Wniosek nie uzyskał większości głosów.	Za: D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna Przeciw: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński

25.06.2008	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	Podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
30.07.2008	Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Wniosek nie uzyskał większości głosów	Za: D. Filar H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna Przeciw: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński
27.08.2008	Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty	Za: D. Filar M. Noga A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna Przeciw: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz

24.09.2008	Uchwała w sprawie ustalenia <i>Założeń polityki pieniężnej na rok 2009.</i>		<p>Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p> <p>M. Pietrewicz był nieobecny na głosowaniu.</p>
24.09.2008	Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty	<p>Za: D. Filar M. Noga A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p> <p>Przeciw: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz</p>
13.10.2008	Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie ustalenia <i>Założeń polityki pieniężnej na rok 2008.</i>		<p>Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p>

13.10.2008	Uchwała w sprawie zasad stosowania przez Narodowy Bank Polski transakcji walutowych typu swap.		<p>Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p>
26.11.2008	Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.	Wniosek nie uzyskał większości głosów.	<p>Za: S. Skrzypek M. Pietrewicz</p> <p>Przeciw: J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p>
26.11.2008	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.	Obniżono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<p>Za: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna</p> <p>Przeciw: D. Filar H. Wasilewska-Trenkner</p>

16.12.2008	Uchwała w sprawie zatwierdzenia <i>Planu Finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2009.</i>		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner Przeciw: A. Wojtyna
16.12.2008	Uchwała w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych.		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
16.12.2008	Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz zysków i strat Narodowego Banku Polskiego.		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna

16.12.2008	Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie ustalenia <i>Założeń polityki pieniężnej na rok 2009.</i>		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
23.12.2008	Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.	Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że obniżono wysokość stóp procentowych o 0,75 pkt. proc.	Za: S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz Przeciw: D. Filar M. Noga A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
23.12.2008	Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.	Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,75 pkt. proc., w związku z czym wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. nie był przedmiotem głosowania.	

23.12.2008	Uchwała w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku.		Za: S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
------------	---	--	--