

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

**Sprawozdanie z wykonania
założeń polityki pieniężnej
na rok 2009**

Warszawa, maj 2010

Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej.....	4
2. Polityka pieniężna.....	7
2.1. Uwarunkowania makroekonomiczne polityki pieniężnej NBP w 2009 r.	7
2.2. Polityka pieniężna w 2009 r.	11
3. Instrumenty polityki pieniężnej	15
3.1. Płynność sektora bankowego w 2009 r.	15
3.2. Narzędzia realizacji polityki pieniężnej w 2009 r.	16
Załącznik 1. PKB i popyt finalny	24
Załącznik 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych.....	26
Załącznik 3. Bilans płatniczy.....	29
Załącznik 4. Pieniądz i kredyt.....	32
Załącznik 5. Opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2009 r.	37
Załącznik 6. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2009 r.	76

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

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

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

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

Rozdział 1

Strategia polityki pieniężnej

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.

Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „RPP” lub „Radą”, 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 odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. RPP realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do realizacji celu inflacyjnego.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2009* Rada Polityki Pieniężnej podtrzymała swój dotychczasowy sposób rozumienia celu ciągłego i jego realizacji:

- Po pierwsze, określenie „cel ciągły” oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się kwartalnymi i rocznymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP, w budżecie państwa oraz w statystyce Unii Europejskiej. 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 najbliższej 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 na taki wstrząs może mieć daleko idące niekorzystne skutki dla gospodarki. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do znacznego spadku produkcji, ponieważ już sam wstrząs podażowy wpływa niekorzystnie na konsumpcję i inwestycje. Z kolei próba pełnego zamortyzowania – poprzez ekspansywną politykę pieniężną – realnych skutków wstrząsu podażowego, wywołującego wzrost cen i spadek produkcji, powoduje z reguły utrwalenie się wyższej inflacji i wymaga prowadzenia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Reakcja banku centralnego powinna zależeć od oceny trwałości skutków wstrząsu.
- Po piąte, znaczna część wstrząsów podażowych ma przejściowy charakter i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania na nie. Przy większych wstrząsach nawet przejściowe przyspieszenie wzrostu cen może wywołać względnie 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 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 (miesiący 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, oceniając perspektywy 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 kształtowanie się inflacji w przeszłości, ponieważ ma to wpływ na stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego. W tym kontekście istotna jest długość okresu, w którym inflacja utrzymywała się na poziomie zgodnym z celem oraz okresu, w którym się od niego odchyliła.

Ponadto Rada zapowiedziała, że w przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro oraz związanego z tym wejścia do ERM II, dokona niezbędnych dostosowań strategii polityki pieniężnej oraz – w porozumieniu z Radą Ministrów – polityki kursowej do warunków wynikających z konieczności spełnienia kryteriów konwergencji niezbędnych do przyjęcia euro. Taka wiążąca decyzja jednak nie zapadła. Rada podtrzymała opinię, że przystąpienie Polski do strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie. Wyraziła także przekonanie, że w nadchodzących latach polityka gospodarcza w Polsce powinna być realizowana w taki sposób, aby poprzez przeprowadzenie reform strukturalnych umożliwić trwałe spełnienie kryteriów z Maastricht i jednocześnie osiągnięcie jak największych korzyści związanych z przystąpieniem do strefy euro.

Rozdział 2

Polityka pieniężna

2.1. Uwarunkowania makroekonomiczne polityki pieniężnej NBP w 2009 r.

W 2009 r. polityka pieniężna banków centralnych, w tym Narodowego Banku Polskiego, była prowadzona w warunkach recesji w gospodarce światowej i utrzymujących się zaburzeń na rynkach finansowych.

Na początku 2009 r. w większości krajów nastąpiło pogłębienie zapoczątkowanej w 2008 r. recesji, czego odzwierciedleniem był silny spadek PKB, znaczne pogorszenie sytuacji na rynku pracy i pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych. Jednocześnie na międzynarodowych rynkach finansowych utrzymywała się podwyższona niepewność i wysoka awersja do ryzyka, czego efektem był dalszy spadek cen aktywów i zaburzenia w funkcjonowaniu tych rynków.

O ile w 2008 r. recesja objęła przede wszystkim kraje rozwinięte, o tyle na przełomie 2008 r. i początku 2009 r. znaczący spadek aktywności gospodarczej wystąpił także w gospodarkach wschodzących, w tym w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, z których wszystkie – z wyjątkiem Polski – odnotowały spadek PKB w 2009 r. Głównymi kanałami wpływu globalnego kryzysu na te gospodarki były: załamanie światowego handlu¹ pod koniec 2008 r. i na początku 2009 r., wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych skutkujący odpływem kapitału z tych krajów i silną deprecjacją ich walut (która zwiększała wartość zadłużenia zagranicznego wyrażonego w walucie krajowej i koszty jego obsługi, choć jednocześnie poprawiała cenową konkurencyjność tych gospodarek względem krajów rozwiniętych), znaczące zaostrzenie polityki kredytowej przez instytucje finansowe oraz pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych.

Od II kw. 2009 r. następowało wyhamowanie tendencji recesyjnych w gospodarce światowej i w kolejnych kwartałach globalny PKB zaczął ponownie rosnąć. Skala poprawy sytuacji gospodarczej poszczególnych krajów i regionów była jednak zróżnicowana. W największych gospodarkach rozwiniętych, mimo stopniowej poprawy koniunktury, w całym 2009 r. odnotowano spadek PKB.

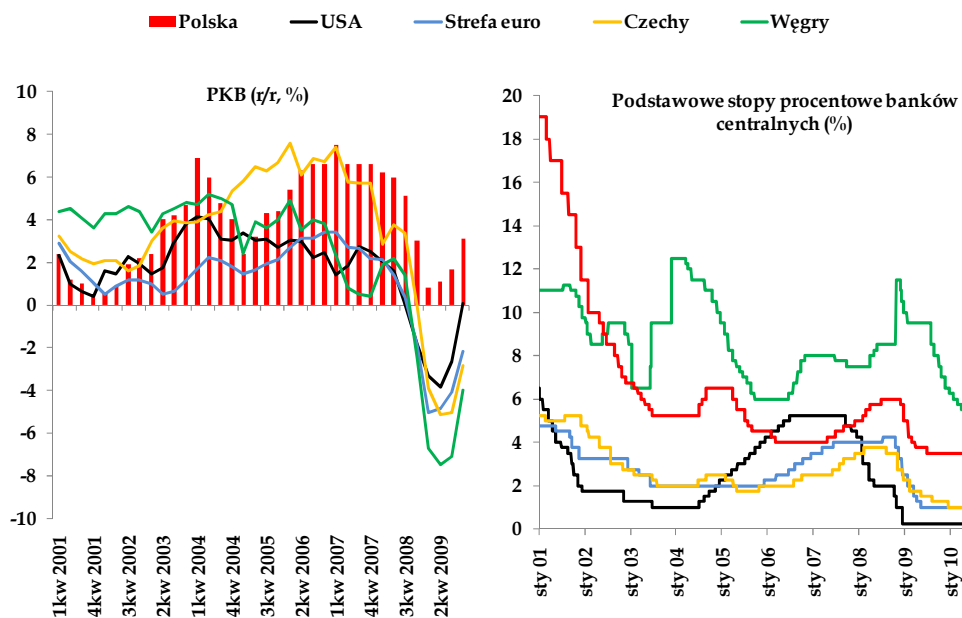
Wraz ze stopniową poprawą w sferze realnej, od II kw. 2009 r. następowała stabilizacja sytuacji na rynkach finansowych, czego odzwierciedleniem był wzrost cen niektórych aktywów finansowych i aprecjacja kursów walutowych gospodarek wschodzących. Poprawa koniunktury gospodarczej oraz sytuacji na rynkach finansowych wynikała w dużej mierze z prowadzonej w wielu krajach silnie ekspansywnej polityki makroekonomicznej. Obejmowała ona zarówno znaczące

¹ Według szacunków MFW, wolumen światowej wymiany handlowej zmniejszył się w 2009 r. o 10,7%, na co wpływ miało przede wszystkim znaczące ograniczenie popytu, niepewność co do zmian sytuacji gospodarczej poszczególnych krajów oraz zawężenie możliwości korzystania z pośrednictwa finansowego.

poluzowanie polityki monetarnej (w szczególności obniżki stóp procentowych do historycznie niskich poziomów i wsparcie płynnościowe, w tym zakupy aktywów przez banki centralne prowadzące do wzrostu bazy monetarnej), jak i silną stymulację fiskalną.

Wykres 2.1

Stopa wzrostu PKB (lewy wykres) i podstawowe stopy procentowe wybranych banków centralnych (prawy wykres)



Źródło: Dane Reuters Ecowin.

Pomimo sygnałów stopniowego wyhamowania niekorzystnych tendencji w wielu krajach, w całym 2009 r. utrzymywała się niepewność dotycząca trwałości ożywienia gospodarczego. Niepewność ta była związana w dużej mierze z niewiadomym wpływem kryzysu finansowego na dynamikę produktu potencjalnego, trudną do przewidzenia reakcją gospodarki na wycofywanie programów stymulacyjnych oraz długofalowymi skutkami silnego pogłębienia nierównowagi fiskalnej i narastania długu publicznego.

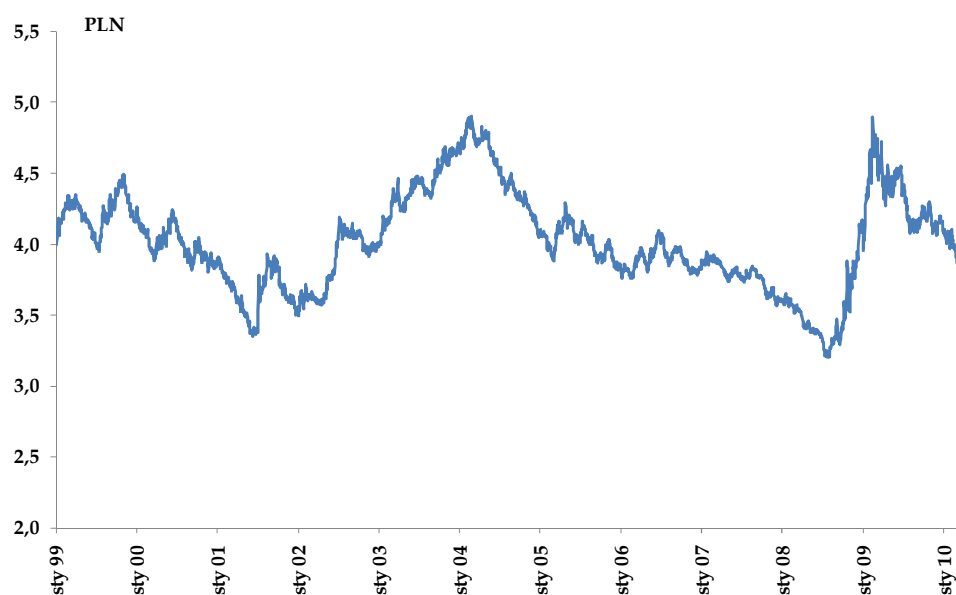
W 2009 r. – wraz z pogłębieniem się recesji w gospodarce światowej – w większości krajów nastąpił wyraźny spadek inflacji. Według szacunków Międzynarodowego Funduszu Walutowego inflacja w krajach rozwiniętych obniżyła się z 3,4% w 2008 r. do 0,1% w 2009 r., a w krajach rozwijających się – odpowiednio z 9,2% do 5,2%. Znaczne obniżenie inflacji – w wyniku którego roczna dynamika cen w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Japonii w połowie 2009 r. spadła przejściowo poniżej zera – było związane przede wszystkim z silnym spadkiem cen na rynkach surowców rolnych i energetycznych, negatywnymi efektami bazy, a także niską presją popytową związaną z ograniczeniem aktywności gospodarczej. Wraz ze stabilizacją aktywności gospodarczej i ożywieniem handlu światowego, ceny surowców wzrosły, do czego przyczyniały się także spadek awersji do ryzyka oraz wysoka płynność na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie inflacja wzrosła, choć pozostała na niskim poziomie. W wielu krajach inflacja utrzymała się w całym 2009 r. na podwyższonym poziomie, co w dużej mierze wynikało z wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego.

Zmiany zachodzące w 2009 r. w gospodarce światowej istotnie wpływały na przebieg procesów gospodarczych w Polsce. Choć polska gospodarka wykazała się relatywnie dużą odpornością

na światowy kryzys² - do czego przyczyniły się m.in. mniejszy niż w innych gospodarkach regionu udział eksportu w PKB, płynny kurs walutowy i mniejsze uzależnienie od kredytu - w 2009 r. aktywność gospodarcza uległa znacznemu osłabieniu (Załącznik nr 1). Roczne tempo wzrostu PKB spadło z 5,0% w 2008 r. do 1,8% w 2009 r., a popyt krajowy obniżył się w 2009 r. o 0,9% r/r (wobec wzrostu o 5,5% r/r w poprzednim roku). Recesja u głównych partnerów handlowych przyczyniła się do zmniejszenia popytu zagranicznego na dobra i usługi produkowane w Polsce. Jednocześnie znacząca deprecjacja kursu złotego - spowodowana wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych w IV kw. 2008 r. i na początku 2009 r. i związanym z tym odpływem kapitału zagranicznego z gospodarek wschodzących - przyczyniła się do wzrostu konkurencyjności cenowej polskich produktów. Wskutek działania tych czynników w 2009 r. eksport obniżył się o 8,0%, a import o 13,5%, co sprawiło, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB stał się dodatni i stanowił główny popytowy czynnik wzrostu gospodarczego w Polsce (wkład eksportu netto do wzrostu PKB wyniósł 2,7 pkt. proc.). Obniżenie popytu zagranicznego oraz pogorszenie perspektyw dla rozwijania działalności gospodarczej przyczyniło się także do spadku popytu krajowego, na który złożyło się przede wszystkim zmniejszenie zapasów i inwestycji przedsiębiorstw. Jednocześnie utrzymał się wzrost spożycia, choć jego dynamika wyraźnie się obniżyła. Spowolnieniu gospodarczemu towarzyszyło znaczące pogorszenie sytuacji na rynku pracy, prowadzące do zmniejszenia zatrudnienia oraz wzrostu bezrobocia. Istotnie zmniejszyła się także dynamika nominalnych i realnych wynagrodzeń, co ograniczyło spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia. Szybkie dostosowanie w poziomie płac i - w konsekwencji - ograniczone redukcje zatrudnienia były jednym z czynników odróżniających to spowolnienie od spowolnienia z lat 2001-2002.

Wykres 2.2

Kurs EUR/PLN w latach 1999-2010.



Źródło: Dane NBP.

Silne spowolnienie gospodarcze przyczyniło się także do istotnego pogorszenia sytuacji sektora finansów publicznych, którego deficyt w relacji do PKB uległ niemal podwojeniu i osiągnął w

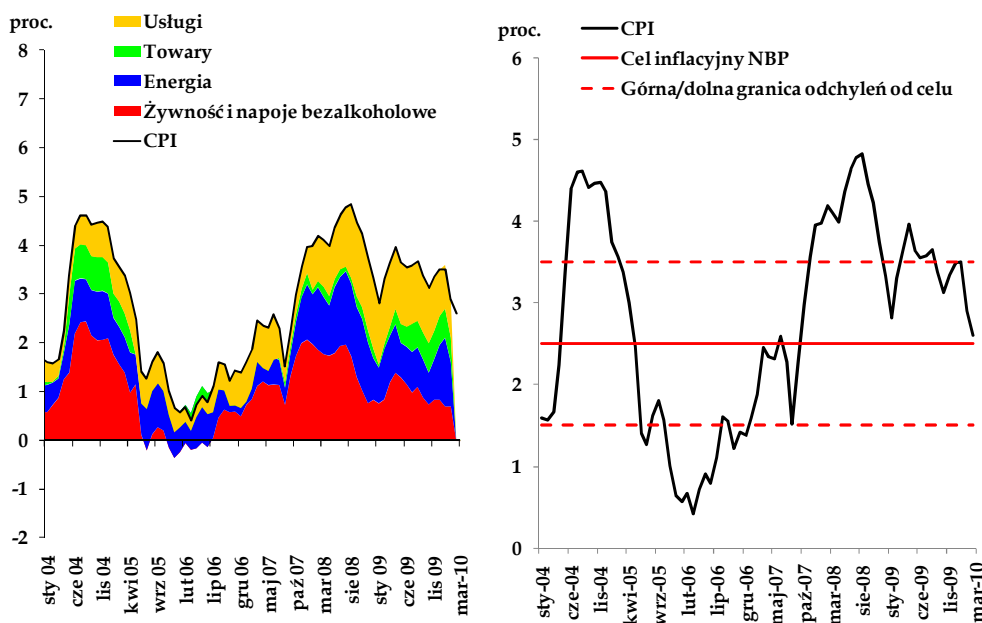
² Polska była jedynym krajem Unii Europejskiej, który w 2009 r. odnotował wzrost PKB.

2009 r. poziom 7,1%. Wzrost nierównowagi fiskalnej wynikał zarówno z działania tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury³, jak i zwiększenia strukturalnego deficytu finansów publicznych, co było jednym z czynników łagodzących wpływ kryzysu na polską gospodarkę.

Spowolnieniu gospodarczemu towarzyszyły także spadek kredytów dla przedsiębiorstw i znaczne obniżenie dynamiki zadłużenia gospodarstw domowych (Załącznik nr 4). Wyhamowanie akcji kredytowej było wynikiem wzrostu restrykcyjności polityki kredytowej banków spowodowanego ograniczeniem transakcji na rynku międzybankowym, wzrostem ryzyka kredytowego przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz pogorszeniem portfeli kredytowych banków.

Wykres 2.3

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W 2009 r. roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *Consumer Price Index* - CPI) obniżył się o 0,7 pkt. proc. wobec 2008 r. i wyniósł 3,5%, kształtując się na poziomie górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP, określonego na poziomie 2,5% (Załącznik nr 2). Kształtowanie się wskaźnika CPI w 2009 r. na podwyższonym poziomie wynikało w znacznym stopniu z oddziaływania czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, przede wszystkim podwyżek cen administrowanych i stawek podatków akcyzowych, a także znacznej deprecjacji złotego w okresie lipiec 2008 r. – luty 2009 r. wynikającej ze wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych i odpływu kapitału zagranicznego z rynków wschodzących. W marcu 2009 r. kurs złotego ustabilizował się, a następnie – wraz z poprawą perspektyw wzrostu światowej gospodarki oraz spadkiem globalnej awersji do ryzyka – stopniowo się umacniał (Wykres 2.2). Jednym z czynników, który mógł przyczynić się do stabilizowania kursu złotego w 2009 r., było uzyskanie dostępu do Elastycznej Linii Kredytowej

³ Automatyczne stabilizatory koniunktury powodują samoistne dostosowanie deficytu budżetowego w reakcji na wahania koniunktury, co oddziałuje na gospodarkę w sposób stabilizujący. Dzieje się tak, ponieważ w fazie spowolnienia gospodarczego deficyt automatycznie rośnie na skutek spadających dochodów podatkowych i rosnących wydatków związanych z bezrobociem oraz pomocą społeczną, podczas gdy w fazie ożywienia ma miejsce zjawisko odwrotne.

w MFW w wysokości 20,6 mld USD⁴. Umocnienie kursu oddziaływało w kierunku ograniczenia obserwowanego w drugiej połowie 2009 r. wzrostu cen ropy naftowej, a tym samym ograniczało wzrost inflacji w tym okresie.

2.2. Polityka pieniężna w 2009 r.

Podjmując decyzje w zakresie polityki pieniężnej, Rada – podobnie jak w poprzednich latach – brała pod uwagę perspektywę kształtowania się inflacji w średnim okresie, oceniając je w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przyszłej sytuacji gospodarczej. Na decyzje Rady miała wpływ zmieniająca się ocena czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Ocena ta brała pod uwagę wyniki kolejnych projekcji Instytutu Ekonomicznego NBP i innych prac prognostycznych, a także kształtowanie się zmiennych i informacji nieuwzględnionych bezpośrednio w projekcjach.

W I połowie 2009 r. – biorąc pod uwagę napływające dane makroekonomiczne, a także prognozy wskazujące na silne obniżenie aktywności gospodarczej na świecie i w Polsce, które oddziaływało w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej w średnim okresie – Rada kontynuowała rozpoczęte pod koniec 2008 r. łagodzenie polityki pieniężnej. W tym okresie stopy procentowe NBP zostały obniżone czterokrotnie, w styczniu, lutym, marcu i czerwcu, w sumie o 150 punktów bazowych (stopa referencyjna NBP została obniżona do poziomu 3,50%). Dodatkowo w maju 2009 r. Rada obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. (z 3,5% do 3,0%).

W II połowie 2009 r. – wobec stopniowo poprawiającej się sytuacji w gospodarce i jednocześnie utrzymującej się znacznej niepewności dotyczącej trwałości ożywienia gospodarczego – Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Do września Rada oceniała jednak prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie za wyższe od prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji powyżej celu. W październiku Rada zmieniła ocenę ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, uznając prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej lub poniżej celu za zbliżone i sygnalizując tym samym zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Rada utrzymała taką ocenę do końca 2009 r.

* * *

Na przełomie 2008 i 2009 r. nastąpiło pogłębienie spadku aktywności gospodarczej na świecie. Napływające w pierwszych miesiącach 2009 r. dane o PKB oraz inne dane makroekonomiczne wskazywały, że pod wpływem recesji w otoczeniu zewnętrznym i towarzyszącego jej ograniczenia popytu na polskie towary, tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulega znaczącemu obniżeniu. Podobnie jak za granicą, do osłabienia aktywności gospodarczej przyczyniał się także utrudniony dostęp do kredytu i jego podwyższony koszt, wynikające z istotnego zaostrzenia warunków kredytowych przez banki oraz podwyższonej premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych. Ponadto dane o sytuacji na krajowym rynku pracy wskazywały na spadek zatrudnienia, wzrost bezrobocia i obniżanie się dynamiki wynagrodzeń, co oddziaływało w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej. Jednocześnie inflacja utrzymywała się na podwyższonym poziomie ze względu na wzrost cen administrowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii, a także deprecjację kursu złotego. Rada oceniała jednak, że w średnim okresie re-

⁴ Elastyczna Linia Kredytowa to instrument MFW, który ma zapobiegać wybuchowi i rozprzestrzenieniu się kryzysu finansowego. Przyznawana jest wyłącznie krajom cechującym się solidnymi fundamentami gospodarczymi, które w przeszłości prowadziły odpowiedzialną politykę makroekonomiczną i w przypadku których istnieje wola i duże prawdopodobieństwo kontynuacji takiej polityki w przyszłości. Oprócz Polski, w 2009 r. dostęp do Elastycznej Linii Kredytowej uzyskały także Meksyk i Kolumbia. Ponieważ Elastyczna Linia Kredytowa jest przyznawana krajom o silnych fundamentach gospodarczych, mogła ona sprzyjać większemu różnicowaniu ocen ryzyka dla gospodarki Polski i innych krajów regionu Europy Środkowej i Wschodniej, odzwierciedlającemu relatywnie korzystniejszy stan i perspektywę wzrostu polskiej gospodarki na tle gospodarek regionu.

cesja w gospodarce światowej, przyczyniająca się do spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego i obniżenia presji płacowej, a także zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów przez banki będą ograniczać presję inflacyjną w Polsce. Za taką oceną przemawiała także przygotowana przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcja inflacji i PKB z lutego 2009 r., w świetle której inflacja CPI – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – miała zgodnie z centralną ścieżką projekcji obniżyć się systematycznie do poziomu 0,8% w horyzoncie projekcji, tj. do końca 2011 r. Jednocześnie projekcja wskazywała na znaczne obniżenie tempa wzrostu PKB, które w latach 2009-2010 – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – miało wynieść odpowiednio 0,9% i 2,4% (zgodnie ze ścieżką centralną), a także pogłębienie się ujemnej luki popytowej i wzrost stopy bezrobocia w całym horyzoncie projekcji.

Mimo że bieżąca inflacja pozostawała na podwyższonym poziomie, na posiedzeniach w styczniu, lutym i marcu, Rada uznała, że wobec znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego i oczekiwanego spadku presji inflacyjnej, stabilizowanie inflacji na poziomie celu inflacyjnego NBP w średnim okresie wymagało dalszego⁵, znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej. Jednocześnie czynnikiem sprzyjającym łagodzeniu polityki pieniężnej było deklarowane przez rząd utrzymanie dyscypliny w sektorze finansów publicznych. W styczniu 2009 r. Rada podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 0,75 pkt. proc., natomiast w lutym i marcu – każdorazowo o 0,25 pkt. proc. Rada stwierdziła, że złagodzenie polityki pieniężnej powinno przyczynić się do stabilizowania tempa wzrostu gospodarczego na poziomie tempa wzrostu produktu potencjalnego, co miało sprzyjać realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Czynnikiem wpływającym w tym okresie na decyzje Rady było także kształtowanie się kursu złotego, który w pierwszych dwóch miesiącach 2009 r. – podobnie jak w drugiej połowie 2008 r. – silnie się osłabiał. Z jednej strony Rada zwracała uwagę, że deprecjacja złotego zwiększała złotą wartość zobowiązań walutowych podmiotów gospodarczych, co mogło przyczynić się do zmniejszenia popytu krajowego. Z drugiej strony Rada wskazywała, że deprecjacja ta oddziaływała w kierunku podwyższenia inflacji. W lutym 2009 r., w celu ograniczenia ryzyka dalszej deprecjacji kursu, Rada dokonała obniżki stóp procentowych w mniejszej skali niż w styczniu. W informacji po posiedzeniu podkreśliła także, że kurs złotego był słabszy od kursu równowagi i nie odzwierciedlał relatywnie korzystnego stanu i perspektyw polskiej gospodarki. Wskazała także na możliwość stosowania przez NBP instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs złotego.

Na posiedzeniach w kwietniu i maju Rada nadal oceniała prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu, jednak na obu tych posiedzeniach utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Za takimi decyzjami przemawiały przede wszystkim: niepewność dotycząca perspektyw ożywienia gospodarczego na świecie i w Polsce oraz niepewność dotycząca sytuacji finansów publicznych i ich wpływu na inflację, bardzo niski poziom realnych stóp procentowych, a na posiedzeniu kwietniowym także utrzymująca się niepewność odnośnie do kształtowania się kursu złotego. W maju Rada uznała, że ograniczenie akcji kredytowej przez banki komercyjne uzasadnia obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. z 3,5% do 3,0%.

Na posiedzeniu w czerwcu 2009 r. Rada zapoznała się z najnowszą projekcją inflacji i PKB, która wskazywała, że inflacja CPI do końca 2010 r. będzie się obniżać (osiągając cel inflacyjny NBP w pierwszej połowie 2010 r.), by wzrosnąć w 2011 r., pozostając jednak poniżej celu inflacyjnego. Z kolei tempo wzrostu gospodarczego w Polsce miało w świetle projekcji obniżyć się do III kw. 2009 r., a w następnych kwartałach, w efekcie wychodzenia gospodarki światowej z recesji, ponownie rosnąć. Rada oceniała, że inflacja w kolejnych miesiącach prawdopodobnie się obniży,

⁵ W listopadzie i grudniu 2008 r. Rada obniżyła stopy procentowe NBP odpowiednio o 0,25 pkt. proc. i 0,75 pkt. proc.

choć nadal będzie się kształtować na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen żywności oraz cen administrowanych. Równocześnie w średnim okresie, w ocenie Rady, wynikające ze spowolnienia gospodarczego spadek popytu i niska presja płacowa powinny prowadzić do obniżenia inflacji. Biorąc to pod uwagę, na posiedzeniu czerwcowym Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc., wskazując jednocześnie, że dokonane obniżki stóp procentowych i obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej będą sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu.

Napływające w lipcu, sierpniu i wrześniu 2009 r. dane wskazywały, że aktywność gospodarcza w Polsce nadal kształtowała się na niskim poziomie. Pogłębiał się spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i rosła stopa bezrobocia. Jednocześnie część danych miesięcznych, w tym pewne przyspieszenie dynamiki sprzedaży detalicznej w lipcu, wzrost większości wskaźników koniunktury w sierpniu i wrześniu, a także dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej opublikowane we wrześniu sygnalizowały możliwość pewnej poprawy sytuacji gospodarczej. Kształtowanie się inflacji w tych miesiącach powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego wynikało przede wszystkim z dokonanych wcześniej podwyżek cen regulowanych oraz wcześniejszej deprecjacji złotego. Rada podtrzymała ocenę, że w kolejnych miesiącach inflacja nadal może kształtować się na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysokie wskaźniki cen żywności i nośników energii, podkreślając przy tym, że notowany w tym okresie wzrost cen ropy naftowej jest częściowo łagodzony przez aprecjację złotego obserwowaną od lutego 2009 r. Jednakże ze względu na przewidywania, że niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy powinny prowadzić do spadku inflacji w średnim okresie, na posiedzeniach w lipcu i sierpniu Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Na posiedzeniach tych Rada pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Na posiedzeniu we wrześniu 2009 r. Rada również nie zmieniła stóp procentowych i podtrzymała ocenę ryzyk dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, sformułowaną w poprzednich miesiącach, wskazując jednak, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego zmniejszyło się. Według Rady dokonane wcześniej złagodzenie polityki pieniężnej wraz z oczekiwaną poprawą globalnej koniunktury miały sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu.

W kolejnych miesiącach aktywność gospodarcza u głównych partnerów handlowych Polski wciąż kształtowała się na niskim poziomie, chociaż napływające dane wskazywały na jej stopniową poprawę. Informacje dotyczące polskiej gospodarki, w tym dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej, a także wiele wskaźników koniunktury, wskazywały na poprawę sytuacji gospodarczej w III kw. 2009 r. W październiku Rada zapoznała się z najnowszą projekcją inflacji i PKB, z której wynikało, że inflacja CPI w 2009 r. może być wyższa, a w 2010 r. wyraźnie niższa niż w czerwcowej projekcji, podczas gdy w 2011 r. mogła ponownie wzrosnąć, pozostając jednak blisko celu inflacyjnego. Z kolei tempo wzrostu gospodarczego, zgodnie z centralną ścieżką projekcji, do III kw. 2010 r. miało utrzymać się poniżej 2% r/r. W kolejnych kwartałach dynamika PKB miała powoli rosnąć i w II poł. 2011 r. ukształtować się na poziomie bliskim dynamice produktu potencjalnego. Rada nadal oceniała przy tym, że inflacja będzie kształtować się na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen regulowanych oraz cen żywności. W kierunku podwyższonej inflacji mógł też, w opinii Rady, oddziaływać wzrost cen ropy naftowej, który jednak był częściowo łagodzony przez utrzymującą się aprecjację złotego. Do pozostawiania inflacji na podwyższonym poziomie mógł przyczyniać się także możliwy dalszy wzrost cen regulowanych. W średnim okresie Rada oczekiwała, że niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy, przy utrzymującej się niepewności dotyczącej przyszłego tempa wzrostu gospodarczego, powinny prowadzić do spadku inflacji. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, na posiedzeniu w październiku Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, zmieniając ocenę

ryzyk dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie przez uznanie prawdopodobieństw kształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej lub poniżej celu za zbliżone.

W listopadzie i grudniu 2009 r. pojawiały się kolejne sygnały ożywienia w gospodarce światowej. Po kilku kwartałach spadku, w III kw. 2009 r. nastąpił wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro. Jednocześnie napływające dane wskazywały na silny wzrost aktywności w największych gospodarkach wschodzących. Poprawie aktywności w sferze realnej na świecie towarzyszył wzrost cen aktywów finansowych, w tym aprecjacja walut krajów wschodzących, oraz wzrost cen surowców na rynkach międzynarodowych. Dane dotyczące gospodarki polskiej również wskazywały na poprawę koniunktury. W IV kw. 2009 r. inflacja nadal kształtowała się powyżej celu inflacyjnego NBP i Rada spodziewała się przejściowego wzrostu wskaźnika CPI w kolejnych miesiącach. Równocześnie w dalszych kwartałach Rada oczekiwała istotnego obniżenia inflacji, do czego miały się przyczynić – oprócz ujemnych efektów bazy – niska presja popytowa, ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy oraz obserwowana wcześniej aprecjacja złotego. Z kolei wzrost cen surowców na rynkach światowych oraz podwyżki podatków i cen administrowanych mogły w ocenie Rady ograniczyć spadek inflacji w 2010 r. W listopadzie i grudniu 2009 r. Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej lub powyżej celu inflacyjnego były zbliżone i utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego była, podobnie jak w poprzednich latach, komunikacja z otoczeniem, polegająca na przedstawianiu przez Radę oceny aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2009 r. nadal należały publikowane cyklicznie: *Raporty o inflacji*, *Informacje po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* (i towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniu Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*⁶ (Załącznik nr 5), a także publikowane raz w roku: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na 2008 r. i Założenia polityki pieniężnej na 2010 r.*

⁶ W Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (Załącznik nr 5) znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które istotnie wpływały na decyzje podejmowane przez Radę w 2009 r.

Rozdział 3

Instrumenty polityki pieniężnej

W 2009 r. Narodowy Bank Polski realizował politykę pieniężną oddziałując na poziom inflacji za pomocą stóp procentowych. Rada określała wysokość stóp procentowych NBP, które wyznaczały rentowności instrumentów polityki pieniężnej. W celu kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych NBP wykorzystywał następujące instrumenty: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwę obowiązkową. Wpływając na poziom krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który byłby spójny z założonym celem inflacyjnym.

Podobnie jak miało to miejsce w IV kw. 2008 r., w 2009 r. NBP wykorzystywał szerszy niż w latach poprzednich zestaw instrumentów polityki pieniężnej. Zgodnie z wprowadzonym w październiku 2008 r. tzw. Pakietem zaufania, w 2009 r. bank centralny prowadził regularnie operacje zasilające sektor bankowy w płynność złotową w formie transakcji repo oraz w płynność walutową w formie transakcji typu swap walutowy. Kontynuowanie tych operacji wynikało z utrzymywania się napięć na krajowych rynkach finansowych oraz z utrudnionego dostępu banków do finansowania w walucie krajowej oraz walutach obcych.

3.1. Płynność sektora bankowego w 2009 r.

W 2009 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach wzrastającego poziomu nadpłynności⁷ sektora bankowego.

Poziom płynności sektora bankowego w 2009 r. wyniósł średnio 23.940 mln zł. W porównaniu do 2008 r. oznacza to wzrost o 12.976 mln zł, tj. o 118%. Zmiana ta wynikała głównie z oddziaływania tzw. autonomicznych czynników płynności, tzn. pozostających poza kontrolą NBP. Na poziom krótkoterminowej płynności sektora bankowego wpływ miały także działania podjęte przez bank centralny.

Spośród czynników autonomicznych największy wpływ na zwiększenie poziomu krótkoterminowej płynności miał skup netto przez NBP walut obcych pochodzących głównie z funduszy unijnych, a także z operacji zamiany środków w walucie obcej na złote w NBP dokonywanych przez MF. Skup netto walut obcych przyczynił się do wzrostu nadpłynności średnio o 21.416 mln zł, w ujęciu grudzień 2009 r. do grudnia 2008 r. Ponadto czynnikiem zwiększającym płynność był spadek poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu – w ujęciu grudzień 2009 r. do grudnia 2008 r. – o 1.470 mln zł (roczne tempo zmian gotówki w obiegu wyniosło w grudniu 2009 r. -1,4%). Pozostałe czynniki w mniejszym stopniu wpłynęły na płynność sektora bankowego.

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

Działania NBP, przyczyniające się do zwiększenia krótkoterminowej płynności w 2009 r., polegały na:

- przedterminowym wykupie obligacji NBP w dniu 22 stycznia 2009 r. (zgodnie z decyzją Zarządu NBP) oraz
- obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 punktu procentowego od 30 czerwca 2009 r. (zgodnie z decyzją Rady Polityki Pieniężnej).

3.2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2009 r.

W 2009 r. zestaw instrumentów polityki pieniężnej stosowanych przez NBP nie różnił się w istotny sposób od zestawu obowiązującego w 2008 r., zmodyfikowanego po wprowadzeniu Pakietu zaufania. Brak konieczności wprowadzenia znacznych zmian w systemie operacyjnym polityki pieniężnej wynikał z dwóch przesłanek. Po pierwsze, w porównaniu do innych krajów, sytuacja w sektorze bankowym w Polsce uległa względnie mniejszemu pogorszeniu. Drugim ważnym czynnikiem, który istotnie oddziaływał na sposób reakcji NBP na rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego był wzrastający poziom nadpłynności krajowego sektora bankowego. Czynnikiem ten łagodził potencjalne napięcia płynnościowe związane z zaburzeniami w funkcjonowaniu rynku międzybankowego.

Stopa procentowa

W 2009 r. podstawowym instrumentem polityki pieniężnej była krótkoterminowa stopa procentowa. Rada 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 stopa oprocentowania kredytu lombardowego wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych *overnight* na rynku międzybankowym. Stopa redyskonta weksli pośrednio określała oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej.

W 2009 r. Rada czterokrotnie zmieniła poziom stóp podstawowych NBP. Zmiany dokonywane były w pierwszej połowie roku. W efekcie stopy referencyjna, oprocentowania kredytu lombardowego, depozytowa oraz redyskonta weksli na koniec 2009 r. kształtowały się na poziomie o 150 punktów bazowych niższym niż na koniec 2008 r. Szerokość korytarza wahań krótkoterminowych stawek rynkowych pozostała niezmienną i wynosiła +/-1,5 punktu procentowego wokół stopy referencyjnej.

Ponadto, na posiedzeniu w dniu 23 grudnia 2009 r. Rada podjęła decyzję o wprowadzeniu z dniem 1 stycznia 2010 r. stopy dyskontowej określającej oprocentowanie kredytu wekslowego oferowanego przez NBP.

Tabela 3.1

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian stóp procentowych NBP w 2009 r.

Data podjęcia decyzji*	Decyzja:
27 stycznia 2009 r.	- Obniżenie stopy referencyjnej z 5,00% do 4,25% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,50% do 5,75% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 5,25% do 4,50% - Obniżenie stopy depozytowej z 3,50% do 2,75%.
25 lutego 2009 r.	- Obniżenie stopy referencyjnej z 4,25% do 4,00% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 5,75% do 5,50% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 4,50% do 4,25% - Obniżenie stopy depozytowej z 2,75% do 2,50%.
25 marca 2009 r.	- Obniżenie stopy referencyjnej z 4,00% do 3,75% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 5,50% do 5,25% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 4,25% do 4,00% - Obniżenie stopy depozytowej z 2,50% do 2,25%.
24 czerwca 2009 r.	- Obniżenie stopy referencyjnej z 3,75% do 3,50% - Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 5,25% do 5,00% - Obniżenie stopy redyskonta weksli z 4,00% do 3,75% - Obniżenie stopy depozytowej z 2,25% do 2,00%.

Źródło: Dane NBP.

* Decyzje wchodziły w życie następnego dnia roboczego.

Zgodnie z treścią Założeń polityki pieniężnej, w 2009 r. NBP dążył za pomocą operacji otwartego rynku, zwłaszcza podstawowych, do oddziaływania na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w taki sposób, aby możliwe było kształtowanie się stawki POLONIA⁸ w pobliżu stopy referencyjnej NBP.⁹

W porównaniu do lat poprzednich, skuteczność oddziaływania NBP na warunki płynnościowe w 2009 r. była ograniczona. Wynikało to przede wszystkim z mniej aktywnego (odnosząc się do okresu sprzed kryzysu finansowego) uczestniczenia banków w przetargach podstawowych operacji otwartego rynku, co przejawiało się w występowaniu zjawiska tzw. *underbiddingu*¹⁰.

Mniejsza aktywność banków w uczestniczeniu w przetargach operacji podstawowych związana była z dążeniem do utrzymywania bieżących nadwyżek płynności. Zmiana preferencji w zakresie zarządzania własną pozycją płynnościową wynikała głównie z przesłanek ostrożnościowych. Od momentu eskalacji kryzysu na światowych rynkach finansowych, za jaki można uznać upadek banku inwestycyjnego Lehman-Brothers we wrześniu 2008 r., banki drastycznie ograniczyły wzajemne limity dla transakcji zawieranych na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych. Zarządzając własną pozycją płynnościową musiały zatem uwzględnić większe ryzyko pojawienia się utrudnień w bieżącym zaspokajaniu potrzeb płynnościowych na rynku międzybankowym. Ta sytuacja spowodowała silne przesunięcie preferencji banków w kierunku zarządzania własną pozycją płynnościową w oparciu o transakcje o terminie *overnight*. W efekcie, lokowanie nadwyżek środków na dłuższe terminy (zarówno na rynku, jak i w banku centralnym) zostało ograniczone¹¹.

W trakcie okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej dodatkową płynność, jaka nie została zaabsorbowana w formie operacji podstawowych NBP, banki utrzymywały przy wykorzystaniu dwóch instrumentów oferowanych przez NBP. Na początku okresów rezerwowych banki dążyły do utrzymywania większej ilości środków na rachunkach bieżących w banku centralnym (ponad poziom rezerwy wymaganej). Utrzymując więcej środków na rachunkach bieżących banki mogły

⁸ POLONIA (ang. *Polish Overnight Index Average*) - średnia stawka overnight ważona wielkością transakcji na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17.00.

⁹ Założenia Polityki Pieniężnej na 2009 r., s. 15

¹⁰ Sytuacja, w której na przetargu operacji polityki pieniężnej zgłoszony przez banki popyt jest niższy od oferowanej przez bank centralny podaży.

¹¹ Przejawem tego stanu był obserwowany przez NBP istotny spadek obrotów oraz skrócenie terminu zapadalności niezabezpieczonych lokat zawieranych na rynku międzybankowym.

wcześniej wywiązać się z obowiązku utrzymania rezerwy w NBP na wymaganym poziomie. Zjawisko to, określane jako ang. *frontloading*, było charakterystyczne w omawianym okresie dla systemów operacyjnych wielu banków centralnych wykorzystujących mechanizm uśrednionej rezerwy obowiązkowej.

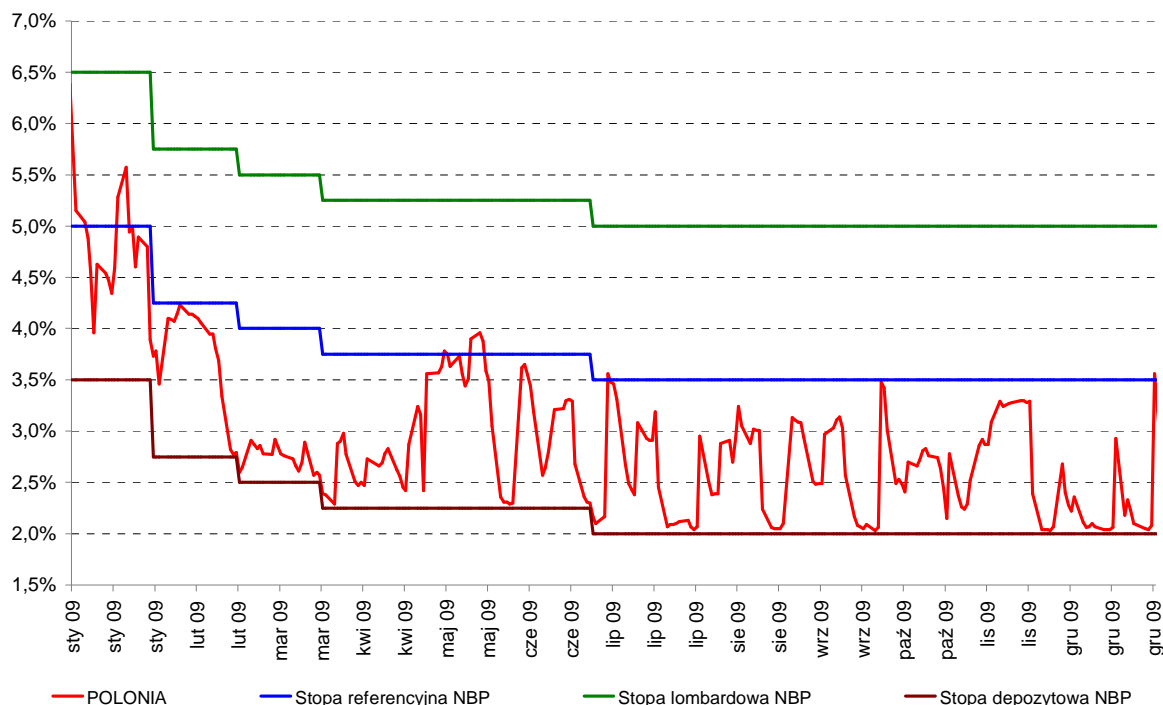
Uśredniony charakter rezerwy obowiązkowej oraz brak oprocentowania środków utrzymywanych w NBP ponad poziom rezerwy wymaganej, zachęcały banki, aby pod koniec okresu rezerwowego zgromadzona nadwyżka środków była lokowana w banku centralnym w postaci depozytu na koniec dnia. Instrument ten pozwalał na zachowanie podobnej jak w przypadku *frontloadingu* elastyczności w zarządzaniu zgromadzoną nadwyżką płynności. Jednocześnie, umożliwiało uzyskiwanie przychodu ze zgromadzonych środków (1,5 pkt. proc. poniżej rentowności oferowanej przez NBP w ramach emisji bonów pieniężnych).

Występujący na przetargach operacji podstawowych *underbidding*, wynikający z preferencji banków do zarządzania płynnością w terminie *overnight*, powodował, iż średnio w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej banki dysponowały bieżącymi nadwyżkami płynności. W wyniku tego lokowały środki na najkrótszy termin na rynku międzybankowym z rentownościami niższymi od stopy referencyjnej NBP oraz składały depozyt na koniec dnia w NBP, oprocentowany na poziomie stopy depozytowej. Z uwagi na to stawka POLONIA kształtowała się w większości przypadków poniżej stopy referencyjnej NBP (por. Wykres 3.1).

Podobne tendencje w 2009 r. występowały na rynkach międzybankowych strefy euro, Wielkiej Brytanii, a także krajów o warunkach płynnościowych w sektorze bankowym zbliżonych do występujących w Polsce (np. Węgry).

Wykres 3.1

Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2009 r.



Źródło: Dane NBP.

W konsekwencji wszystkich czynników opisanych powyżej, średnie odchylenie¹² stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP w 2009 r. wyniosło 89 punktów bazowych (wobec 32 punktów bazowych w 2008 r.).

Operacje otwartego rynku

Jak wskazano wyżej, w 2009 r. głównym instrumentem wykorzystywanym w celu wpływania na poziom rynkowych stóp procentowych były podstawowe operacje otwartego rynku. Dodatkowo NBP prowadził regularnie operacje dostrajające, służące dostarczaniu sektorowi bankowemu płynności na dłuższy okres (operacje repo), a także przeprowadził operację strukturalną, polegającą na przedterminowym wykupie obligacji NBP.

Podstawowe operacje otwartego rynku przeprowadzane były regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. W 2009 r. średni poziom emisji bonów pieniężnych NBP wyniósł 31.873 mln zł i był wyższy od średniego poziomu w 2008 r. o 20.343 mln zł. Rosnący poziom emisji bonów pieniężnych w 2009 r. był konsekwencją przyrostu nadpłynności w krajowym sektorze bankowym. Jak wskazano w punkcie 3.1, czynnikiem, który w największym stopniu przyczyniał się do zwiększania nadpłynności był skup walut obcych przez NBP. Istotne znaczenie dla skali emisji bonów pieniężnych miał także fakt kontynuowania przez NBP operacji repo o charakterze zasilającym sektor bankowy w płynność. Do 19 lutego 2009 r. operacje podstawowe przeprowadzane były przez NBP bez ogłaszania wielkości podaży bonów, co spowodowane było przede wszystkim faktem, iż preferencje płynnościowe banków w fazie intensyfikacji kryzysu finansowego były znacząco inne niż w sytuacji normalnej oraz z wynikających z tego trudności NBP z określaniem pożądaných warunków płynnościowych w sektorze bankowym. W okresie tym NBP każdorazowo akceptował całość popytu zgłaszanego przez banki na przetargu. Wraz ze stopniową poprawą sytuacji na krajowym rynku międzybankowym, podaż bonów pieniężnych zaczęła być ponownie ogłaszana od 20 lutego 2009 r. Oznaczało to powrót do aktywnego zarządzania krótkoterminową płynnością sektora bankowego przez NBP.

W ramach operacji dostrajających, zgodnie z realizacją zadań związanych z ogłoszonym w październiku 2008 r. Pakietem zaufania, w 2009 r. NBP kontynuował przeprowadzanie transakcji repo, umożliwiających zasilanie sektora bankowego w płynność na dłuższe terminy. Zabezpieczenie tych operacji stanowiły papiery wartościowe akceptowane przez NBP (szczegółowa lista zabezpieczeń akceptowanych przez NBP publikowana jest na stronie internetowej banku centralnego).

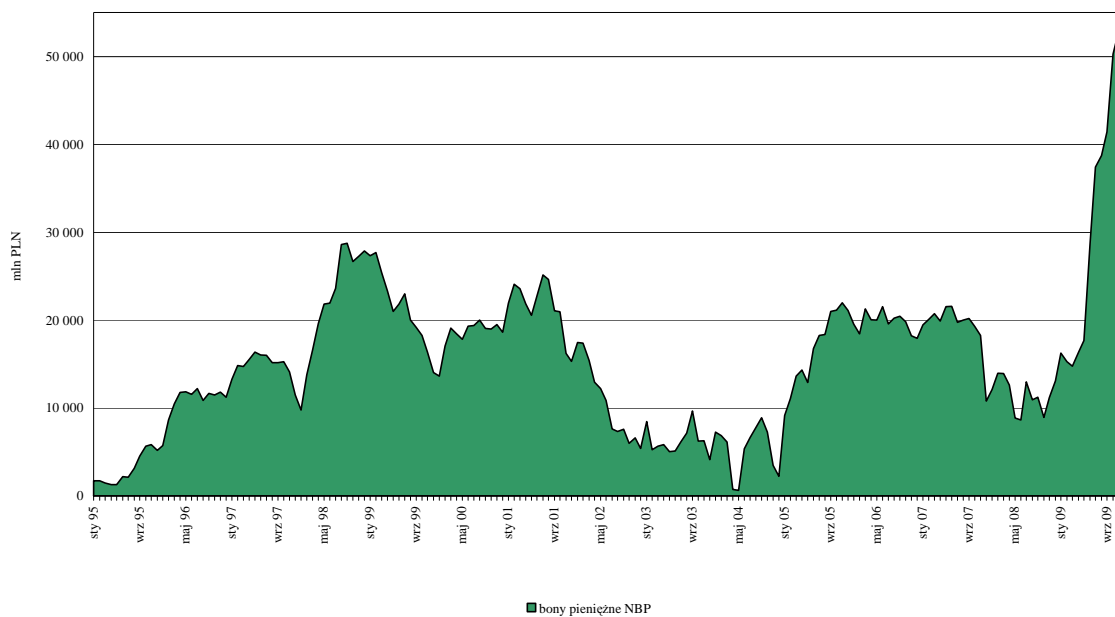
W celu zwiększenia potencjalnej podaży płynności postawionej do dyspozycji banków, w 2009 r. listę aktywów kwalifikowanych dopuszczonych jako zabezpieczenia operacji repo, rozszerzono o:

- dłużne papiery wartościowe nominowane w walutach obcych (na listę wprowadzono emitowane przez Rząd Rzeczypospolitej Polskiej, dłużne papiery wartościowe nominowane w euro),
- inne niż skarbowe i emitowane przez NBP dłużne papiery wartościowe zdeponowane w KDPW (listą objęto: obligacje komunalne, obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego, obligacje BGK wyemitowane na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego, listy zastawne).

¹² Średnie odchylenie stawki POLONIA zostało przeliczone wg jednolitej bazy 365 dni w roku.

Wykres 3.2

Średnie w miesiącu saldo podstawowych operacji otwartego rynku w latach 1995 - 2009



Źródło: Dane NBP.

W okresie styczeń–kwiecień 2009 r. NBP przeprowadzał operacje repo raz w miesiącu (w drugi wtorek miesiąca), z 3-miesięcznym terminem zapadalności. W maju wprowadzono dodatkowo operacje z 6-miesięcznym terminem zapadalności, przeprowadzane również regularnie, raz w miesiącu (w trzeci wtorek miesiąca). W przypadku obu rodzajów operacji bank centralny nie ogłaszał podaży, akceptując całość popytu zgłoszonego przez banki, o ile rentowność ofert była nie niższa od rentowności minimalnej, ogłaszanej przez NBP. Przyjmowanie przez NBP całości ofert złożonych przez banki, zgodnie z jednym z celów Pakietu zaufania, stwarzało bankom możliwość zasilania się w NBP w płynność złotową na terminy dłuższe niż 1 dzień, w warunkach utrzymujących się napięć na krajowych rynkach finansowych. Średni poziom operacji repo w 2009 r. wyniósł 11.456 mln zł i był wyższy o 437% w stosunku do 2008 r., kiedy wartość ta ukształtowała się na poziomie 2.135 mln zł. Należy jednak pamiętać, że operacje te zostały wprowadzone w IV kw. 2008 r.

W 2009 r. NBP przeprowadził ponadto operację strukturalną polegającą na przedterminowym wykupie obligacji NBP. W jej wyniku sektor bankowy został zasilony w środki płynne o wartości 7.816 mln zł. Decyzja Zarządu NBP o wykupie obligacji 10 - letnich miała na celu poprawę płynności sektora bankowego w warunkach braku zaufania na rynku międzybankowym.

Rezerwa obowiązkowa

W 2009 r. obowiązki utrzymania rezerwy obowiązkowej na rachunkach w NBP podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych i oddziały banków zagranicznych działające w Polsce. Rezerwa obowiązkowa była utrzymywana w systemie uśrednionym, tj. banki były zobowiązane do utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP w okresie rezerwowym na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej.

Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowiły zwrotne środki pieniężne gromadzone na rachunkach bankowych oraz uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych. Z podstawy naliczania rezerwy wyłączone były środki przyjęte od innego banku krajowego, pozyskane z zagra-

nicy, na co najmniej dwa lata oraz gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-kredytowych w kasach mieszkaniowych i na indywidualnych kontach emerytalnych. Rezerwa obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych.

Rada od dnia 30 czerwca 2009 r. obniżyła podstawową stopę rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 3,0% (od środków uzyskanych z tytułu sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu stopa rezerwy w 2009 r. nie uległa zmianie i nadal wynosiła 0%). Celem obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej było w szczególności wspieranie rozwoju akcji kredytowej banków.

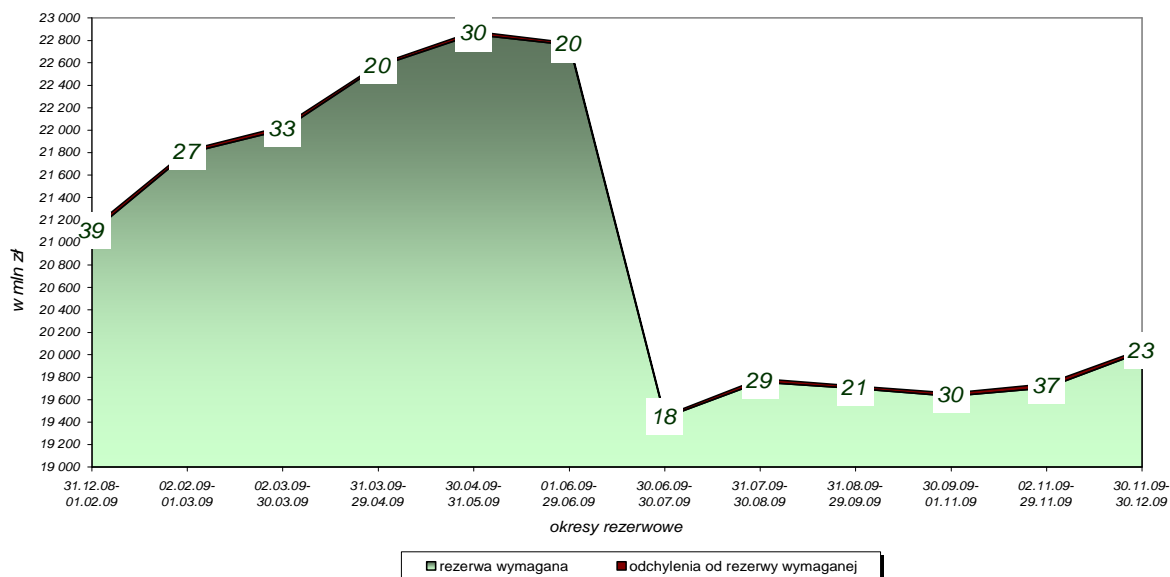
Wartość naliczonej rezerwy banki pomniejszyły o równowartość 500 tys. euro. Środki rezerwy obowiązkowej utrzymywane przez banki na rachunkach w NBP były oprocentowane w wysokości 0,9 stopy redyskonta weksli. Przeciętne oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej w 2009 r. wynosiło 3,6%.

Decyzja RPP o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 punktu procentowego spowodowała zmniejszenie, począwszy od II półrocza 2009 r., poziomu wymaganej od banków rezerwy obowiązkowej. Przy zbliżonej wielkości depozytów stanowiących podstawę naliczenia rezerwy, kwota rezerwy wymaganej w lipcu w porównaniu do czerwca 2009 r. uległa obniżeniu o 3.319 mln zł, tj. o 14,6%.

Rezerwa obowiązkowa na 31 grudnia 2009 r. ukształtowała się na poziomie 20.148 mln zł i w porównaniu do stanu na 31 grudnia 2008 r. uległa obniżeniu o 941 mln zł, tj. o 4,5% (poziom depozytów stanowiących podstawę jej naliczenia, objętych dodatnią stopą rezerwy, zwiększył się w tym okresie o 11,9%). W przypadku braku obniżki stopy rezerwy obowiązkowej w czerwcu 2009 r. kwota rezerwy wymaganej na dzień 31.12.2009 r. wyniosłaby 23.673 mln zł i byłaby wyższa od stanu rezerwy na koniec 2008 r. o 2.584 mln zł, tj. o 12,3%

Wykres 3.3

Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2009 r.



Źródło: Dane NBP.

We wszystkich okresach rezerwowych utrzymywała się na rachunkach banków niewielka nadwyżka średniego stanu środków w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej (przeciętnie 27 mln zł, tj. 0,13%). W poszczególnych okresach nadwyżka ta wynosiła od 18 mln zł

w lipcu (0,09%) do 39 mln zł w styczniu (0,18%). Ograniczaniu różnicy pomiędzy rezerwą utrzymywaną a wymaganą w poszczególnych okresach rezerwowych sprzyjało:

- oprocentowanie rezerwy wyłącznie do wysokości rezerwy wymaganej,
- korzystanie przez banki z instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP (kredyt techniczny, depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy).

Zasilenie banków w dodatkową płynność przez Narodowy Bank Polski (wcześniejszy wykup obligacji NBP i obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej) wspomagało banki w zarządzaniu aktywami, w tym ułatwiło utrzymywanie poziomu rezerwy obowiązkowej na poziomie wymaganym w każdym okresie rezerwowym, co miało miejsce po raz pierwszy od czasu wprowadzenia instrumentu rezerwy obowiązkowej w 1989 r.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe pełniły rolę instrumentów stabilizujących poziom płynności na rynku międzybankowym i skalę wahań stóp *overnight*. Operacje te przeprowadzane były z inicjatywy banków komercyjnych, a głównym ich celem było krótkoterminowe uzupełnienie płynności systemu bankowego bądź lokowanie przez banki nadwyżek wolnych środków na okresy jednodniowe w NBP. W ten sposób bank centralny ograniczał wahania najkrótszych stóp na rynku międzybankowym, zwłaszcza stawki *overnight*. Stopa oprocentowania kredytu lombardowego wyznaczająca maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP określała jednocześnie górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym, natomiast stopa depozytowa stanowiła ich dolne ograniczenie.

W 2009 r. banki korzystały z kredytu lombardowego pod zastaw papierów wartościowych uzupełniając w ten sposób poziom środków na rachunkach bieżących w NBP. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 5,0 mld zł wobec 5,2 mld zł w 2008 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 13,8 mln zł wobec 14,3 mln zł w 2008 r.

W celu zwiększenia puli płynności dostępnej dla banków komercyjnych NBP rozszerzył listę aktywów kwalifikowanych, umożliwiając bankom, od dnia 2 lipca 2009 r., korzystanie z kredytu lombardowego zabezpieczonego dłużnymi papierami wartościowymi nominowanymi w walutach obcych. Szczegółowa lista tych papierów publikowana jest na stronie internetowej NBP.

W 2009 r. banki skorzystały z depozytu na koniec dnia w NBP ogółem w kwocie 898,1 mld zł (obliczonego jako suma w dniach jego utrzymywania), co było wielkością o 72,7% wyższą w stosunku do depozytów złożonych w 2008 r. Łączna wysokość depozytu składanego przez banki na koniec dnia wahała się od 10 mln zł do 23,5 mld zł. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 2.460,6 mln zł w stosunku do 1.421,7 mln zł w 2008 r. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w ostatnich dniach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Swapy walutowe

W październiku 2008 r. RPP dokonała modyfikacji instrumentów 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.

W 2009 r. NBP oferował swapy walutowe na trzech parach walut – USD/PLN, EUR/PLN oraz CHF/PLN. Operacje były oferowane regularnie:

- raz w tygodniu, w poniedziałek, na wszystkich wymienionych parach walut, z reguły z terminem zapadalności wynoszącym 7 dni,
- raz w miesiącu, w pierwszą środę miesiąca, na parach walut USD/PLN oraz EUR/PLN, z terminem zapadalności wynoszącym 28 dni.

Banki wykazywały największe zainteresowanie swapami przeprowadzanymi na parze walut CHF/PLN. Popyt na tego rodzaju operacje utrzymywał się do października 2009 r. (ostatnia operacja, na której banki zgłosiły popyt, przeprowadzona została 26 października 2009 r.). W przypadku dwóch pozostałych par walut banki nie zgłaszały zapotrzebowania na ten instrument od marca 2009 r.

Najwyższy poziom wykorzystania transakcji typu swap walutowy zanotowano w I kw. 2009 r. (pod koniec marca równowartość pozyskanych przez banki walut z tego tytułu zbliżyła się do 4 mld zł). W dwóch kolejnych kwartałach wielkości zasileń uległy stabilizacji na poziomie około 500 mln zł (równowartość).

W ujęciu średniorocznym operacje typu swap walutowy ograniczyły płynność sektora bankowego o 1.074 mln zł, podczas gdy w 2008 r. – o 162 mln zł.

Pozostałe operacje

Kredyt techniczny pełni rolę instrumentu ułatwiającego bankom zarządzanie płynnością w ciągu dnia operacyjnego, zapewniając jednocześnie płynność rozrachunku międzybankowego w NBP. Jest to kredyt nieoprocentowany, zabezpieczany skarbowymi oraz emitowanymi przez NBP papierami wartościowymi, zaciągany i spłacany w tym samym dniu operacyjnym. W 2009 r. dzienne zasilenie banków płynnością za pomocą tego instrumentu kształtowało się w przedziale od 12,4 mld zł do 29,5 mld zł. Wykorzystanie kredytu technicznego wzrosło w 2009 r. o 7,5% w stosunku do 2008 r., tj. o 272,6 mld zł, co oznacza dynamikę niższą niż w okresie poprzednim (wzrost o 17,1 % w 2008 r.).

Wysokość wykorzystywanego kredytu technicznego pozostaje, przede wszystkim, w bezpośrednim związku z polityką zarządzania płynnością w bankach komercyjnych. Z uwagi na to, iż kredyt ten nie jest oprocentowany, banki stosują go również jako bufor ograniczający ryzyko braku środków na pokrycie zobowiązań w rozrachunkach międzybankowych.

Kredyt w ciągu dnia w euro to instrument zapewniający płynność rozrachunku w systemie SORBNET-EURO. Jest to kredyt zabezpieczany obligacjami skarbowymi uprzednio zaakceptowanymi przez EBC, zaciągany i spłacany w ciągu dnia operacyjnego. W 2009 r. dzienne zasilenie banków płynnością operacyjną w euro wahało się w granicach od 0,9 mln EUR do 3,4 mln EUR. Wykorzystanie kredytu w ciągu dnia w euro wzrosło o 62,4% w stosunku do 2008 r.

Interwencje walutowe

W 2009 r. Rada Polityki Pieniężnej nie znalazła wystarczających przesłanek do zastosowania interwencji walutowych.

Załącznik 1

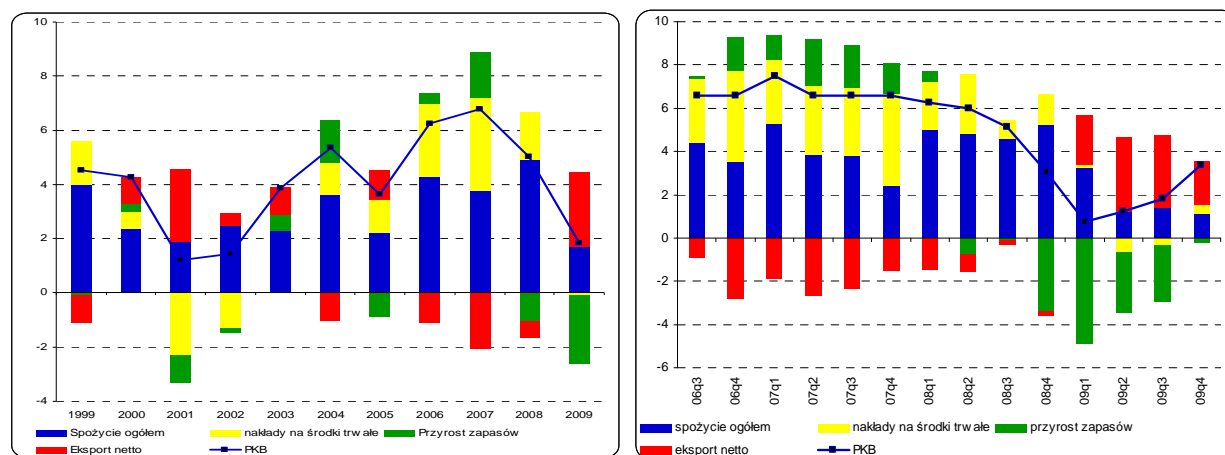
PKB i popyt finalny

W 2009 r. wzrost PKB w ujęciu realnym silnie się obniżył (do 1,8% z 5,0% w roku poprzednim¹³), a popyt krajowy zmniejszył się o 0,9% (wobec wzrostu o 5,5% w 2008 r.). Na spadek dynamiki popytu krajowego złożyło się obniżenie dynamiki spożycia ogółem (z 6,3% w 2008 r. do 2,1% w 2009 r.) oraz znaczący spadek dynamiki akumulacji brutto (odpowiednio z 2,9% do -11,0%). Niższa dynamika spożycia ogółem była efektem obniżenia się zarówno dynamiki spożycia indywidualnego (z 5,9% w 2008 r. do 2,3% w 2009 r.), jak i tempa wzrostu spożycia zbiorowego (odpowiednio z 7,5% do 1,9%). Z kolei na obniżenie dynamiki akumulacji wpłynęła niższa dynamika inwestycji (-0,4% w 2009 r. wobec 8,2% w 2008 r.) oraz silna redukcja zapasów (wkład do wzrostu -2,4 pkt. proc. w 2009 r.). Głównym czynnikiem wzrostu PKB stał się eksport netto, którego wkład do wzrostu PKB w 2009 r. wyniósł 2,7 pkt. proc.

Dynamika wartości dodanej brutto¹⁴ w 2009 r. wyniosła 1,9% wobec wzrostu o 5,0% rok wcześniej. Obniżenie się tempa wzrostu wartości dodanej brutto w 2009 r. było efektem spadku dynamiki wartości dodanej w przemyśle (z 6,6% w 2008 r. do -1,1% w 2009 r.), usługach rynkowych (odpowiednio z 5,3% do 2,5%) oraz budownictwie (z 9,1% do 4,7%).

Wykres Z.1.1

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

¹³ Wszystkie zawarte w tekście niniejszego załącznika dane liczbowe dotyczące procentowych zmian zmiennych ekonomicznych odnoszą się do dynamik rocznych.

¹⁴ Produkt krajowy brutto jest równy wartości dodanej brutto powiększonej o podatki od produktów (w tym cła importowe) i pomniejszonej o dotacje do produktów.

Tabela Z.1.1
PKB i popyt krajowy w latach 2002-2009

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Dynamika PKB i jego składowych w cenach stałych (w proc.)							
PKB	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,0	1,8
Popyt krajowy	1,0	2,8	6,2	2,5	7,3	8,7	5,5	-0,9
Spożycie	3,0	2,7	4,3	2,7	5,2	4,6	6,3	2,1
Spożycie indywidualne	3,4	2,1	4,7	2,1	5,0	4,9	5,9	2,3
Akumulacja	-7,2	3,3	14,7	1,4	16,1	24,3	2,9	-11,0
Nakłady brutto na środki trwałe	-6,3	-0,1	6,4	6,5	14,9	17,6	8,2	-0,4
Eksport	4,8	14,2	14,0	8,0	14,6	9,1	7,1	-8,0
Import	2,8	9,6	15,8	4,7	17,3	13,7	8,0	-13,5
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt. proc.	0,5	1,0	-1,0	1,1	-1,1	-2,1	-0,6	2,7
	Struktura PKB w cenach bieżących (w proc.)							
Popyt krajowy	103,5	102,7	102,4	100,7	101,8	102,9	104,0	99,9
Spożycie	84,8	83,9	82,3	81,5	80,8	78,4	80,3	79,8
Akumulacja	18,6	18,7	20,1	19,3	21,1	24,4	23,7	20,1
Eksport netto	-3,5	-2,7	-2,4	-0,7	-1,8	-2,9	-4,0	0,1

Źródło: Dane GUS.

W 2009 r., pomimo relatywnie wysokiego tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (4,3% w cenach stałych), dynamika spożycia indywidualnego była niższa niż przed rokiem. Wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych był skutkiem pogarszającej się sytuacji na rynku pracy oraz niekorzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego.

Dynamika nakładów inwestycyjnych brutto w 2009 r. wyniosła -0,4% wobec 8,2% w 2008 r. Do obniżenia nakładów inwestycyjnych brutto przyczynił się silny spadek nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw, który wynikał ze znaczącego spowolnienia wzrostu gospodarczego w efekcie kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych i światowej recesji. Spadek nakładów inwestycyjnych tego sektora miał miejsce pomimo dobrych wyników finansowych przedsiębiorstw w 2009 r. W 2009 r. odnotowano również obniżenie się inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych. Spadek inwestycji w gospodarce był natomiast ograniczany przez bardzo silny wzrost nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych.

W 2009 r. istotnie zmniejszyły się obroty handlowe z zagranicą, do czego przyczyniło się załamanie handlu światowego w efekcie globalnego kryzysu. Jednocześnie związana z kryzysem znacząca deprecjacja kursu złotego obserwowana do lutego 2009 r. przyczyniła się do tego, że import spadł silniej niż eksport, co przełożyło się na dodatni wkład eksportu do wzrostu PKB (2,7 pkt. proc.) i obniżenie deficytu rachunku obrotów bieżących (z 5,1% PKB w 2008 r. do 1,6% w 2009 r.).

Załącznik 2

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych

W 2009 r. średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyniósł 3,5%, tj. ukształtował się na poziomie górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. W pierwszych miesiącach 2009 r. wskaźnik ten wzrastał (z 2,8% r/r w styczniu do 4,0% r/r w kwietniu), po czym obniżył się, pozostając do września w pobliżu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. W październiku roczny wskaźnik CPI obniżył się do 3,1%, a w kolejnych dwóch miesiącach ponownie wzrósł, osiągając w grudniu poziom 3,5%. Na taki przebieg ścieżki wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych złożyły się przede wszystkim: rosnąca w pierwszych miesiącach 2009 r. i stopniowo słabnąca w dalszej części roku roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, zmienna i rosnąca w końcu roku dynamika cen energii (głównie wskutek wzrostu cen paliw), a także zwiększający się systematycznie do lipca, następnie utrzymujący się na niezmiennym poziomie do października i obniżający się pod koniec roku wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

W pierwszych miesiącach 2009 r. odnotowano silny wzrost rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych – z 3,1% w styczniu do 5,6% w kwietniu. Był on związany z jednej strony z silną deprecjacją złotego obserwowaną do lutego 2009 r., a z drugiej ze spadkiem krajowej podaży części towarów rolno-spożywczych (głównie mięsa). Począwszy od maja roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych zaczęła słabnąć, obniżając się do 3,0% w październiku. Przyczyniły się do tego dobre krajowe zbiory surowców rolnych, ustabilizowanie się cen surowców rolnych na rynkach światowych oraz obserwowana od marca 2009 r. aprecjacja złotego. W listopadzie i grudniu dynamika cen żywności ponownie przyspieszyła – do 3,4% (głównie w następstwie silnego wzrostu cen produktów mlecznych wywołanego interwencją UE na tym rynku).

Ceny energii

Roczna dynamika cen energii w pierwszych miesiącach 2009 r. utrzymywała się na podwyższonym poziomie (między 6 a 7% w okresie luty-kwiecień), jednak począwszy od maja wyraźnie się obniżyła, a pod koniec roku ponownie przyspieszyła (do 7,4% w grudniu). Na takie kształtowanie się wskaźników cen energii w 2009 r. złożyła się z jednej strony wysoka, choć stopniowo słabnąca dynamika cen nośników energii (energii elektrycznej, energii cieplnej, gazu oraz opału), a z drugiej strony systematycznie rosnąca (z -18,8% w styczniu do 12,3% w grudniu 2009 r.), choć niemal przez cały rok ujemna dynamika cen paliw.

Wysokie tempo wzrostu cen nośników energii w 2009 r. było efektem głównie podwyżek cen regulowanych (energii elektrycznej i ciepłej), zatwierdzanych przez Urząd Regulacji Energetyki. Natomiast ujemna roczna dynamika cen paliw wynikała z negatywnego efektu bazy, który był związany ze znacznym wzrostem cen paliw w pierwszej połowie 2008 r., wywołanym silnym wzrostem cen ropy naftowej. W kierunku wzrostu cen paliw w 2009 r. oddziaływał natomiast ponowny wzrost cen ropy naftowej obserwowany w całym roku na rynkach międzynarodowych. Jego wpływ na ceny w Polsce ograniczała jednak utrzymująca się od II kw. 2009 r. aprecjacja kursu złotego wobec dolara amerykańskiego.

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii (inflacja bazowa)

W 2009 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen żywności i energii początkowo stopniowo rosła – z 2,2% w styczniu do 2,9% w lipcu, następnie pozostała na tym poziomie do października, po czym obniżyła się do 2,6% w grudniu. Do takiego wzrostu inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w ujęciu rocznym przyczynił się wyraźny wzrost rocznej dynamiki cen towarów nieżywnościowych oraz – w początkowym okresie – nieznaczny wzrost dynamiki cen usług.

Wzrost cen towarów nieżywnościowych w 2009 r. był spowodowany głównie silnymi podwyżkami cen towarów akcyzowych, które przełożyły się na wysoką i rosnącą w pierwszym półroczu oraz nieznacznie słabnącą w drugim półroczu roczną dynamikę cen tych towarów¹⁵. Do wzrostu cen towarów nieżywnościowych przyczyniła się również rosnąca dynamika cen towarów importowanych (odzieży, obuwia, sprzętu elektronicznego, samochodów), będąca efektem wcześniejszej deprecjacji złotego.

Z kolei roczna dynamika cen usług, po wzroście w I kw. 2009 r., stopniowo słabła, utrzymując się jednak na stosunkowo wysokim poziomie. Było to następstwem przede wszystkim wysokiej, choć słabnącej od czerwca 2009 r., dynamiki cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania, których część (czynsze, usługi komunalne) ma charakter cen regulowanych.

¹⁵ W styczniu 2009 r., w ramach procesu dostosowania stawek podatku akcyzowego w Polsce do minimalnych stawek tego podatku wymaganych w prawodawstwie UE, wprowadzono wyższą stawkę akcyzy na wyroby tytoniowe. W marcu 2009 r. została podwyższona akcyza na napoje alkoholowe.

Tabela Z.2. 1

Zmiany cen głównych grup towarów i usług konsumpcyjnych w latach 2008 – 2009

	CPI	Żywność i napoje bezalkoholowe	Energia	z tego:		Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii	z tego:					
				nośniki energii	paliwa		Towary	towary akcyzowe (alkohol, tytoń)	inne towary	Usługi	koszty związane z utrzymaniem mieszkania, domu	inne usługi
Struktura wag koszyka CPI w %												
2008	100,0	25,7	15,0	10,9	4,2	59,3	31,7	5,7	26,0	27,6	6,0	21,6
2009	100,0	24,6	15,3	11,0	4,3	60,1	32,0	5,6	26,4	28,1	6,1	22,0
Zmiana do analogicznego okresu roku poprzedniego w %												
2008 I	4,0	7,8	6,9	3,4	17,0	1,6	0,3	5,4	-0,8	3,2	8,8	1,7
II	4,2	7,3	8,6	6,8	13,8	1,8	0,4	5,6	-0,7	3,3	9,2	1,7
III	4,1	7,0	7,8	7,0	10,1	2,0	0,7	5,7	-0,4	3,5	9,5	1,9
IV	4,0	6,8	6,8	7,2	6,0	2,1	0,6	5,9	-0,5	3,7	9,5	2,2
V	4,4	7,0	9,0	9,8	7,0	2,1	0,5	6,0	-0,7	3,8	9,8	2,2
VI	4,6	7,6	9,3	10,0	7,5	2,2	0,5	5,8	-0,6	4,1	9,9	2,5
VII	4,8	7,8	9,9	10,6	8,2	2,2	0,3	5,6	-0,9	4,3	10,1	2,8
VIII	4,8	6,9	9,8	10,9	6,8	2,7	0,4	6,4	-1,0	5,4	10,3	4,1
IX	4,5	5,1	9,5	11,7	3,7	2,9	0,7	7,1	-0,8	5,5	10,2	4,1
X	4,2	4,0	9,7	12,7	1,9	2,9	0,7	7,5	-0,8	5,5	10,3	4,1
XI	3,7	2,9	8,2	14,0	-6,4	2,9	0,8	8,1	-0,8	5,4	10,3	4,1
XII	3,3	3,2	5,6	13,8	-15,0	2,8	0,6	8,2	-1,1	5,3	10,3	3,9
2009 I	2,8	3,1	4,9	14,8	-18,8	2,2	0,2	7,8	-1,4	4,5	8,4	3,4
II	3,3	3,4	6,9	14,4	-12,1	2,4	0,4	8,3	-1,3	4,7	8,4	3,7
III	3,6	4,8	6,3	13,9	-12,5	2,5	0,6	9,2	-1,2	4,7	8,5	3,6
IV	4,0	5,6	6,6	13,8	-11,4	2,6	1,0	9,8	-0,8	4,5	8,5	3,4
V	3,6	5,2	4,6	11,1	-11,5	2,8	1,2	10,0	-0,6	4,5	8,5	3,4
VI	3,5	4,7	5,0	10,6	-8,5	2,7	1,3	10,2	-0,5	4,3	8,3	3,2
VII	3,6	4,0	5,3	10,1	-6,0	2,9	1,8	12,1	-0,3	4,2	8,1	3,1
VIII	3,7	4,5	5,2	9,8	-6,0	2,9	1,7	10,3	-0,2	4,3	7,9	3,2
IX	3,4	3,6	5,0	8,9	-4,9	2,9	1,7	9,4	0,1	4,1	7,8	3,1
X	3,1	3,0	4,2	7,5	-4,6	2,9	1,9	8,9	0,4	4,1	7,6	3,1
XI	3,3	3,4	5,3	5,9	3,7	2,8	1,8	8,3	0,4	3,9	7,5	2,9
XII	3,5	3,4	7,4	5,8	12,3	2,6	1,8	8,0	0,5	3,4	7,4	2,2
I-XII 2008	4,2	6,1	8,4	9,9	4,7	2,3	0,5	6,4	-0,8	4,4	9,9	2,9
I-XII 2009	3,5	4,1	5,5	10,4	-6,9	2,7	1,3	9,4	-0,4	4,3	8,1	3,2
Wkład do CPI (w pkt proc.)												
2008 I	4,0	2,0	1,0	0,4	0,6	1,0	0,1	0,3	-0,2	0,9	0,5	0,4
II	4,2	1,9	1,3	0,7	0,5	1,1	0,1	0,3	-0,2	0,9	0,5	0,4
III	4,1	1,8	1,2	0,8	0,4	1,2	0,2	0,3	-0,1	1,0	0,6	0,4
IV	4,0	1,7	1,0	0,8	0,2	1,2	0,2	0,3	-0,1	1,0	0,6	0,5
V	4,4	1,8	1,3	1,1	0,3	1,2	0,2	0,3	-0,2	1,1	0,6	0,5
VI	4,6	1,9	1,4	1,1	0,3	1,3	0,2	0,3	-0,2	1,1	0,6	0,5
VII	4,8	2,0	1,5	1,1	0,4	1,3	0,1	0,3	-0,2	1,2	0,6	0,6
VIII	4,8	1,7	1,5	1,2	0,3	1,6	0,1	0,4	-0,3	1,5	0,6	0,9
IX	4,5	1,3	1,4	1,3	0,2	1,7	0,2	0,4	-0,2	1,5	0,6	0,9
X	4,2	1,0	1,5	1,4	0,1	1,7	0,2	0,4	-0,2	1,5	0,6	0,9
XI	3,7	0,8	1,2	1,5	-0,3	1,7	0,2	0,5	-0,2	1,5	0,6	0,9
XII	3,3	0,8	0,9	1,5	-0,7	1,6	0,2	0,5	-0,3	1,5	0,6	0,8
2009 I	2,8	0,8	0,7	1,6	-0,8	1,3	0,1	0,4	-0,4	1,3	0,5	0,8
II	3,3	0,8	1,0	1,6	-0,5	1,4	0,1	0,5	-0,3	1,3	0,5	0,8
III	3,6	1,2	1,0	1,5	-0,5	1,5	0,2	0,5	-0,3	1,3	0,5	0,8
IV	4,0	1,4	1,0	1,5	-0,5	1,6	0,3	0,5	-0,2	1,3	0,5	0,8
V	3,6	1,3	0,7	1,2	-0,5	1,6	0,4	0,5	-0,2	1,3	0,5	0,7
VI	3,5	1,2	0,8	1,2	-0,4	1,6	0,4	0,6	-0,1	1,2	0,5	0,7
VII	3,6	1,0	0,8	1,1	-0,3	1,8	0,6	0,7	-0,1	1,2	0,5	0,7
VIII	3,7	1,1	0,8	1,1	-0,3	1,8	0,5	0,6	0,0	1,2	0,5	0,7
IX	3,4	0,9	0,8	1,0	-0,2	1,7	0,6	0,5	0,0	1,2	0,5	0,7
X	3,1	0,7	0,6	0,8	-0,2	1,7	0,6	0,5	0,1	1,1	0,5	0,7
XI	3,3	0,8	0,8	0,7	0,2	1,7	0,6	0,5	0,1	1,1	0,5	0,6
XII	3,5	0,8	1,1	0,7	0,5	1,5	0,6	0,5	0,1	1,0	0,5	0,5
I-XII 2008	4,2	1,6	1,3	1,1	0,2	1,4	0,2	0,4	-0,2	1,2	0,6	0,6
I-XII 2009	3,5	1,0	0,8	1,2	-0,3	1,6	0,4	0,5	-0,1	1,2	0,5	0,7

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Załącznik 3

Bilans płatniczy¹⁶

W 2009 r. deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego wyniósł 5,0 mld EUR (wobec 18,3 mld EUR w 2008 r.). Relacja deficytu obrotów bieżących do PKB obniżyła się z 5,1% w 2008 r. do 1,6% w 2009 r. Na poprawę salda obrotów bieżących wpłynął przede wszystkim spadek deficytu w obrotach towarowych. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost deficytu w dochodach i spadek nadwyżki w transferach bieżących.

Według wstępnych szacunków GUS deficyt w polskim handlu zagranicznym obniżył się z 26,2 mld EUR w 2008 r. do 8,7 mld EUR w 2009 r.¹⁷. Największy wpływ na obniżenie ujemnego salda w handlu miało pojawienie się dodatniego salda w obrotach z krajami UE-15¹⁸ (6,9 mld EUR wobec deficytu w wysokości 3,6 mld EUR w 2008 r.). Ponadto zmniejszyło się ujemne saldo w wymianie z Rosją i Chinami. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast obniżenie dodatniego salda, które nastąpiło w handlu z krajami Europy Środkowej i Wschodniej.

Spadek obrotów handlowych był w 2009 r. zjawiskiem globalnym, według szacunków Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) wolumen światowego handlu obniżył się o 12,9% w porównaniu z 2008 r. Najgłębszy spadek miał miejsce w pierwszej połowie roku, a w kolejnych miesiącach spadek ten wyhamował, do czego przyczyniło się wprowadzenie pakietów stymulujących koniunkturę w wielu gospodarkach świata. W ostatnich miesiącach 2009 r. dzięki rosnącemu popytowi, przede wszystkim w rozwijających się gospodarkach Azji, nastąpił nieznaczny wzrost obrotów w handlu światowym.

Wartość polskiego eksportu w 2009 r. obniżyła się o 17,1%. Najmniejszy spadek (o 13,8%) odnotował eksport do krajów UE-15, co odzwierciedlało względnie najsłabszy spadek aktywności gospodarczej w tym regionie spośród głównych partnerów handlowych Polski (PKB tych krajów zmniejszył się łącznie o 4,3%). Wartość polskiego eksportu dóbr konsumpcyjnych do UE-15 wzrosła o 0,6% w porównaniu z 2008 r. (w tym samochodów osobowych o 13,9%), na co wpływ miały działania podjęte przez rządy wielu z krajów UE-15, mające na celu ograniczenie spadku wydatków gospodarstw domowych, a także silna deprecjacja kursu złotego względem euro obserwowana do lutego 2009 r. Ograniczenie poziomu zapasów oraz silny spadek eksportu krajów UE-15 doprowadziły jednak do znacznego ograniczenia ich popytu na dobra pośrednie. Znalazło to odzwierciedlenie w spadku eksportu tej najważniejszej – obejmującej przed kryzysem 55% wartości polskiego eksportu do UE-15 – kategorii dóbr o ponad 25% w porównaniu z 2008 r.

¹⁶ Jeżeli nie zaznaczono inaczej wszystkie dane omawiane w Załączniku 3 odnoszą się do wartości wyrażonych w EUR.

¹⁷ Było to efektem znacznie głębszego spadku wolumenu importu (o 16,0%) niż eksportu (o 9,3%). Spadek wartości obrotów został dodatkowo pogłębiony przez silny spadek cen transakcyjnych wyrażonych w EUR (o 12,2% w imporcie i o 8,6% w eksporcie).

¹⁸ Tj. krajów, które tworzyły Unię Europejską przed jej rozszerzeniem w 2004 r.

Znacznie głębszy (o 22,6% w porównaniu z 2008 r.) okazał się spadek eksportu do krajów Europy Środkowej i Wschodniej (EŚW), na które w 2008 r. przypadało 16,2% polskiego eksportu. Wpłynął na to nie tylko silniejszy spadek aktywności ekonomicznej w tym regionie w porównaniu z UE-15 (PKB w 9 krajach EŚW¹⁹ obniżył się w 2009 r. łącznie o 7,2%), lecz także wyraźne zmniejszenie się skali handlu korporacyjnego pomiędzy filiami przedsiębiorstw zagranicznych, na który istotny wpływ ma popyt w krajach UE-15 oraz eksport na rynki poza Unią Europejską. W konsekwencji spadek wartości polskiego eksportu dóbr konsumpcyjnych oraz inwestycyjnych do krajów EŚW był o wiele głębszy niż spadek łącznego eksportu tych dóbr do krajów UE-15, podczas gdy skala spadku eksportu dóbr pośrednich była bardzo podobna, jak w przypadku eksportu do krajów UE-15.

Spośród głównych partnerów handlowych Polski najgłębszy spadek eksportu (o blisko 40%) nastąpił w handlu z gospodarkami Wspólnoty Niepodległych Państw, na które w 2008 r. przypadało 10,5% polskiego eksportu. Wpłynął na to fakt, że region ten został najsilniej dotknięty przez globalny kryzys finansowy: PKB w Rosji obniżył się w 2009 r. o 7,9%, a na Ukrainie aż o 15,1%.

W 2009 r. wartość importu do Polski zmniejszyła się o 26,3%. Skala spadku polskiego importu była większa, niż w przypadku większości pozostałych krajów UE (pomimo, że Polska była w 2009 r. jedynym krajem w Unii Europejskiej, który odnotował wzrost PKB), na co wpłynęła obserwowana od sierpnia 2008 r. do lutego 2009 r. znacząca deprecjacja kursu złotego. W porównaniu z innymi krajami skala spadku importu w kategorii towarów konsumpcyjnych była największa. Z kolei podobną skalę, jak w innych krajach UE, miał spadek importu dóbr pośrednich, który wynikał z jednej strony ze zmniejszenia się popytu polskich przedsiębiorstw z sektora eksportowego, a z drugiej strony z niższych niż w 2008 r. cen surowców (w tym przede wszystkim ropy naftowej). Najsilniejszy (o ponad 30%) spadek importu odnotowano w kategorii dóbr inwestycyjnych.

Do lutego 2009 r. kurs złotego wyraźnie się osłabił, natomiast od marca stopniowo się umacniał. W ciągu I kw. 2009 r. nominalny kurs złotego osłabił się o 13% wobec euro oraz o 20% wobec dolara amerykańskiego, natomiast w II, III i IV kw. ub. r. umocnił się odpowiednio o 5%, 6% i 3% wobec euro oraz o 10%, 9% i 1% wobec dolara amerykańskiego. W ciągu całego 2009 r. nominalny kurs złotego umocnił się o 2% wobec euro i o 4% wobec dolara amerykańskiego. Realny efektywny kurs złotego deflowany indeksem jednostkowych kosztów pracy w przemyśle przetwórczym (ULC)²⁰ w I kw. 2009 r. osłabił się o 14%, w II kw. ub. r. pozostał na niemal niezmiennym poziomie, zaś w drugiej połowie roku umocnił się o ok. 2,5%. W całym 2009 r. realny efektywny kurs złotego deflowany ULC uległ deprecjacji o 12%.

W 2009 r. poprawiły się wskaźniki finansowe obrazujące zewnętrzną równowagę polskiej gospodarki. Obniżenie deficytu w obrotach towarowych wpłynęło korzystnie na relacje salda obrotów bieżących do PKB oraz salda obrotów bieżących i kapitałowych do PKB. Do obniżenia deficytu obrotów bieżących w 2009 r. przyczyniło się też zwiększenie dodatniego salda na rachunku kapitałowym w efekcie rosnącego wykorzystania funduszy unijnych klasyfikowanych na tym rachunku. Mimo że światowy kryzys finansowy przyczynił się do spadku napływu inwestycji bezpośrednich, to ich relacja do deficytu obrotów bieżących wyniosła 124% (w porównaniu do 44% w poprzednim roku).

¹⁹ Do krajów regionu EŚW zaliczane są: Bułgaria, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Rumunia, Słowacja, Słowenia i Węgry.

²⁰ Miarą oceny zmian pozycji konkurencyjnej producentów krajowych na rynkach zagranicznych jest m.in. wskaźnik odzwierciedlający koszty produkcji. Ponadto, ponieważ większość wymiany handlowej dotyczy produktów przemysłu przetwórczego, odpowiednim wskaźnikiem konkurencyjności jest realny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy właśnie w przemyśle przetwórczym. W obliczeniach wykorzystano dane kwartalne o ULC za 2009 r., przy czym dane za IV kw. ub.r. mają charakter szacunkowy.

Tabela Z.3. 1

Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo obrotów bieżących/PKB	-4,0%	-1,2%	-2,7%	-4,7%	-5,1%	-1,6%
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,5%	-0,9%	-2,1%	-3,6%	-4,0%	0,0%
Saldo obrotów towarowych/PKB	-2,2%	-0,9%	-2,0%	-4,0%	-4,9%	-1,0%
Saldo obrotów bieżących/wpływy na rachunek bieżący	-9,4%	-2,9%	-5,9%	-10,1%	-11,2%	-3,6%
Inwestycje bezpośrednie/saldo obrotów bieżących	116,1%	184,4%	115,8%	90,0%	43,6%	123,5%
(Saldo obrotów bieżących+kapitałowych +inwestycje bezpośrednie)/PKB	1,1%	1,4%	1,0%	0,6%	-1,7%	2,1%
Zadłużenie zagraniczne/PKB	46,5%	45,9%	47,3%	51,0%	47,7%	63,5%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług	35,4%	32,3%	29,7%	35,0%	35,6%	-
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	4,0	4,7	3,9	3,9	3,3	5,5

Źródło: Obliczenia NBP.

Załącznik 4

Pieniądz i kredyt²¹

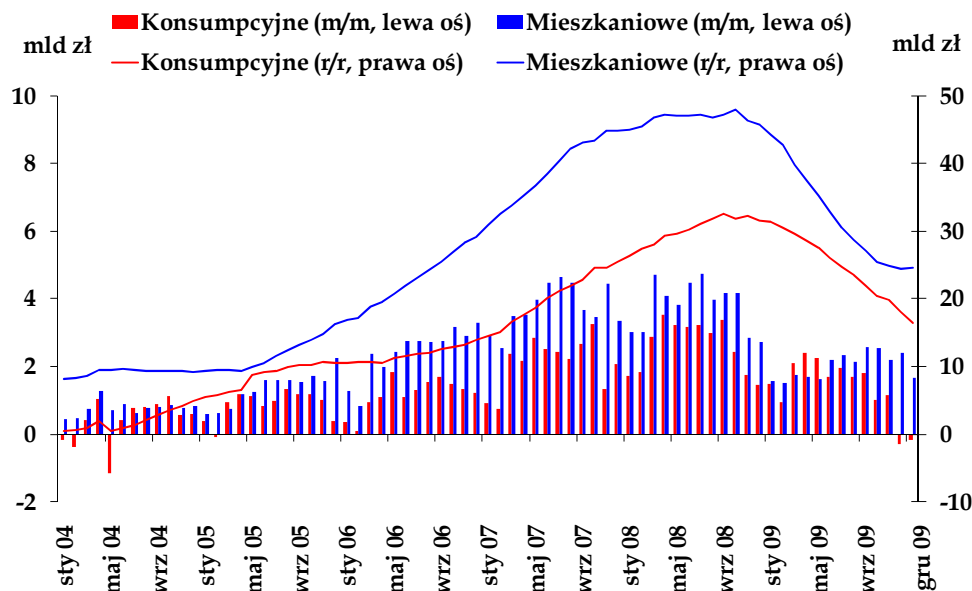
Kredyty dla gospodarstw domowych

Nominalna wartość zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w bankach wzrosła w ciągu 2009 r. o 43,8 mld zł - do ok. 412 mld zł, podczas gdy w całym 2008 r. wzrost zadłużenia z tego tytułu wyniósł 113,8 mld zł. Tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych spadło do 12,4% r/r w grudniu 2009 r. (wobec 31,7% r/r w grudniu 2008 r.).

W segmencie kredytów mieszkaniowych, które w 2008 r. charakteryzowały się najwyższą dynamiką, w 2009 r. nastąpił spadek tempa wzrostu akcji kredytowej do 12,5% r/r w grudniu 2009 r. (wobec 39,1% w grudniu 2008 r.). Średnia miesięczna wartość przyrostów kredytów mieszkaniowych w drugiej połowie 2009 r. wzrosła jednak do 2,4 mld zł wobec 1,7 mld zł w I poł. ub. r., co może wskazywać na poprawę sytuacji na tym rynku.

Wykres Z.4.1

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



Źródło: Dane NBP.

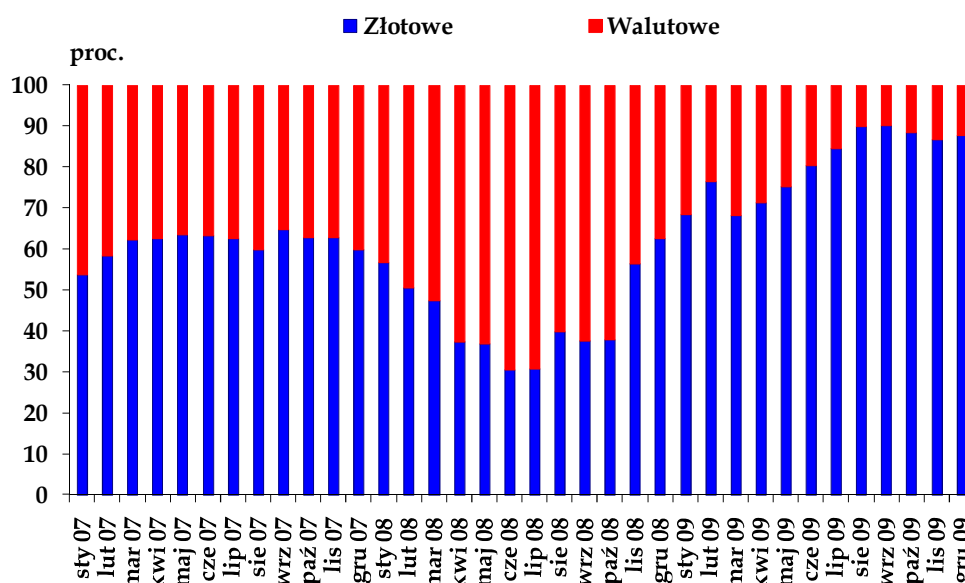
²¹ Jeżeli nie wskazano inaczej, prezentowane poniżej dynamiki odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

W 2009 r. banki stopniowo dostosowywały swoją politykę kredytową w segmencie kredytów mieszkaniowych do poprawiającej się koniunktury gospodarczej. Ich sytuacja kapitałowa także się poprawiła, co dodatkowo sprzyjało łagodzeniu polityki kredytowej. Jak wynika z przeprowadzonych badań ankietowych²², w ciągu 2009 r. systematycznie zmniejszała się liczba banków zaostrzających warunki przyznawania kredytów mieszkaniowych, a począwszy od III kw. 2009 r. część banków zdecydowała się złagodzić te warunki.

W 2009 r. wskutek ograniczenia dostępności kredytów mieszkaniowych denominowanych we frankach szwajcarskich, gospodarstwa domowe korzystały głównie z finansowania zakupu nieruchomości w walucie krajowej. W ostatnich miesiącach 2009 r. udział kredytów mieszkaniowych denominowanych w złotych w strukturze nowoudzielonych kredytów był zbliżony do 90%.

Wykres Z.4.2

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

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

Dynamika kredytów konsumpcyjnych w 2009 r. obniżyła się do 11,9% r/r w grudniu (wobec 30,8% r/r w grudniu 2008 r.). Średnia miesięczna wartość przyrostów kredytów konsumpcyjnych w pierwszym półroczu wyniosła 1,8 mld zł., a w drugim 1,2 mld zł., co było związane z postępującym zaostrzaniem kryteriów kredytowych w związku z gorszą sytuacją gospodarczą oraz wzrostem udziału kredytów zagrożonych w portfelach instytucji finansowych.

Kredyty dla przedsiębiorstw

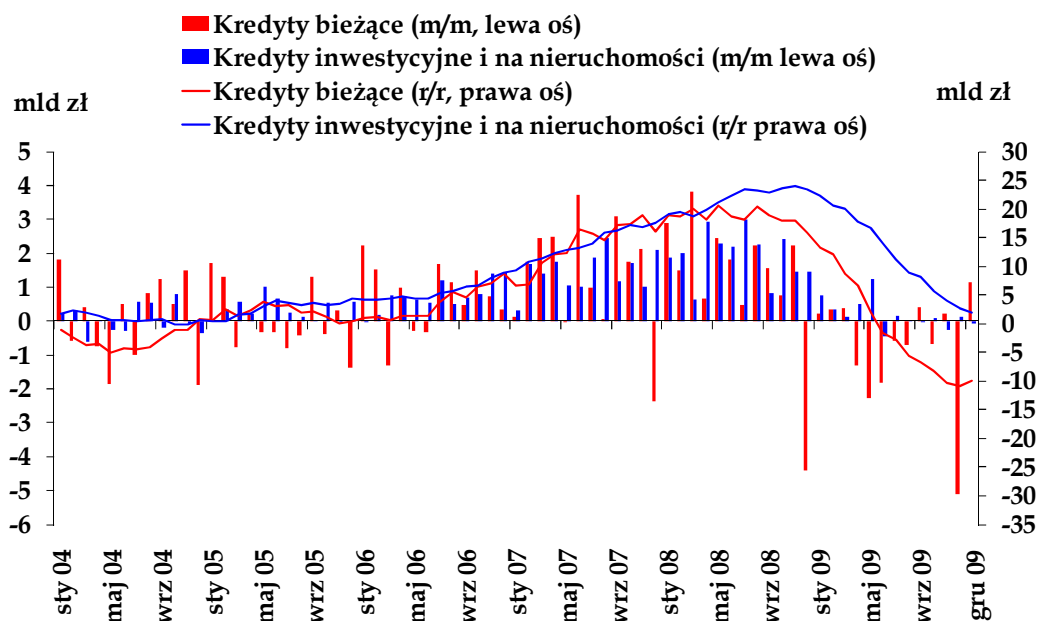
Nominalna wartość zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw w bankach obniżyła się w 2009 r. o 8,7 mld zł do ok. 209 mld zł (w 2008 r. wzrost zadłużenia z tego tytułu wyniósł ok. 48 mld zł). Tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw spadło do -3,6% r/r w grudniu 2009 r. (wobec 24,2% r/r w grudniu 2008 r.). Obserwowany spadek akcji kredytowej był związany z zaostrzeniem kry-

²² Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kw. 2009, www.nbp.pl.

teriów przyznawania kredytów oraz wzrostem niepewności co do przyszłej sytuacji gospodarczej.

Wykres Z.4.3

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



Źródło: Dane NBP.

Na wyhamowanie akcji kredytowej wpłynął przede wszystkim spadek kredytów o charakterze bieżącym (-10,6% r/r w grudniu 2009 r.). Istotnym czynnikiem ograniczającym popyt na kredyty krótkoterminowe w ostatnich miesiącach 2009 r. była poprawa sytuacji płynnościowej przedsiębiorstw. Rosnące w tym okresie wyniki sprzedaży oraz efekty przeprowadzanej we wcześniejszym okresie restrukturyzacji umożliwiły podmiotom gospodarczym stopniową adaptację do nadal ograniczonej podaży środków kredytowych wynikającej z restrykcyjnej polityki kredytowej banków. Jak wskazują badania ankietowe²³, zaostrzenie kryteriów w największym stopniu dotyczyło kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw. Najważniejszą przyczyną podniesienia wymogów kredytowych była niekorzystna ocena perspektyw sytuacji gospodarczej przez banki. Stopniowo zmniejszała się natomiast rola sytuacji kapitałowej banków jako czynnika hamującego akcję kredytową.

W 2009 r. odnotowano również spadek dynamiki kredytów długoterminowych dla przedsiębiorstw: w segmencie kredytów na zakup nieruchomości dynamika ta obniżyła się do 3,7% r/r w grudniu 2009 r. (wobec 30,1% r/r w grudniu 2008 r.), a w segmencie kredytów inwestycyjnych – do 1,5% r/r (wobec 29,7% r/r). Wyhamowanie akcji kredytowej było efektem niskiej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw spowodowanej spowolnieniem gospodarczym. Stopniowemu kończeniu rozpoczętych wcześniej inwestycji nie towarzyszyło inicjowanie nowych projektów w podobnej skali co w ostatnich latach.

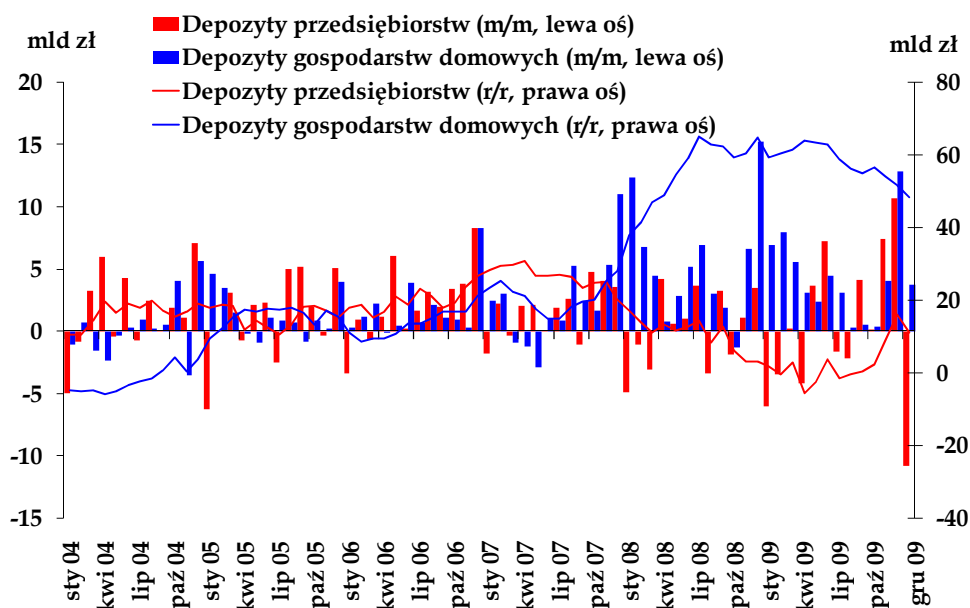
²³ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kw. 2009, www.nbp.pl.

Depozyty

Wraz ze stopniowym ożywieniem aktywności gospodarczej w drugiej połowie 2009 r. – szczególnie w sektorze przetwórstwa przemysłowego – poprawie uległa sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw. Ze względu na spadek aktywności inwestycyjnej i równoczesny wzrost przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw wartość ich depozytów zwiększyła się w drugiej połowie 2009 r. o 18,5 mld zł wobec 6,2 mld zł rok wcześniej. W całym 2009 r. wzrost ten wyniósł 16 mld zł w porównaniu do 3 mld zł w 2008 r. W efekcie tempo przyrostu środków sektora przedsiębiorstw na rachunkach bankowych, po osiągnięciu minimum w kwietniu 2009 r. (-3,7% r/r), na koniec grudnia 2009 r. wzrosło do poziomu 10,6% r/r.

Wykres Z.4.4

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



Źródło: Dane NBP.

Wzrost płynnych środków na kontach bankowych złagodził niekorzystny wpływ ograniczonej dostępności kredytów krótkoterminowych na działalność przedsiębiorstw. Ponadto poprawa sytuacji finansowej tego sektora przełożyła się na wzrost szacowanego odsetka pozytywnie rozpatrzonych wniosków kredytowych, który na koniec 2009 r. wynosił ok. 80%, podczas gdy na początku roku wskaźnik ten kształtował się poniżej 70%²⁴.

Przez większość 2009 r. utrzymywała się spadkowa tendencja dynamiki depozytów gospodarstw domowych, która obniżyła się do 15,2% r/r w grudniu 2009 r. (wobec 24,2% r/r w grudniu 2008 r.). Obserwowane spowolnienie dynamiki przyrostu depozytów bankowych było w istotnym stopniu wywołane statystycznym efektem bazy, związanym z obserwowaną w 2008 r. zmianą struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych.

Agregaty monetarne

W 2009 r. nastąpiło obniżenie tempa wzrostu podaży pieniądza mierzonego agregatem M3 do 8,3% r/r w grudniu 2009 r. wobec 17,1% r/r w grudniu 2008 r. Zmniejszenie skali ekspansji monetar-

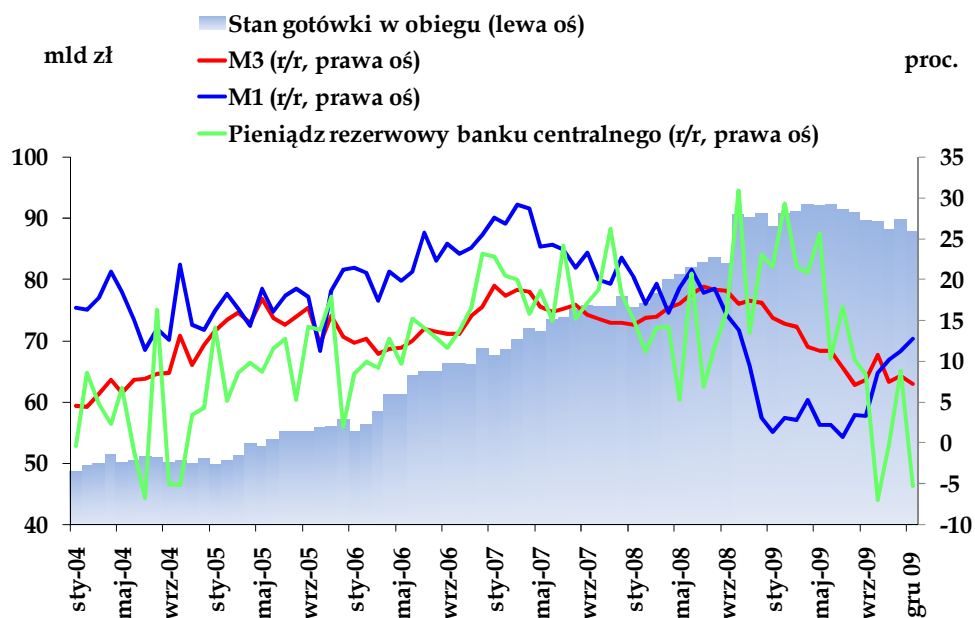
²⁴ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2009 i prognoz koniunktury na I kw. 2010 r., www.nbp.pl.

nej było głównie efektem procesów zachodzących na rynku kredytów dla przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Wraz ze stopniowym wyhamowaniem spadku dynamiki zadłużenia – przede wszystkim w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych – w drugiej połowie 2009 r. roczna stopa wzrostu szerokiego pieniądza M3 ustabilizowała się na poziomie ok. 7-8%²⁵. Obniżenie rocznego tempa wzrostu depozytów gospodarstw domowych było równoważone wyższym przyrostem środków na kontach bankowych przedsiębiorstw.

W 2009 r. dynamika pieniądza M1 wzrosła do 11,3% r/r w grudniu (wobec 3,1% r/r w grudniu roku poprzedniego), co było wynikiem stosunkowo wysokiego przyrostu środków na kontach bieżących gospodarstw domowych (o 41,4 mld zł) oraz przedsiębiorstw (o 4,7 mld zł). Tempo wzrostu mniej płynnych składników pieniądza (M3–M1) obniżyło się do 4,9% r/r w grudniu 2009 r. wobec 37,9 r/r w grudniu 2008 r. Obserwowane zmiany były w dużej mierze wywołane statystycznym efektem bazy, związanym z wysokim przyrostem w 2008 r. oszczędności gospodarstw domowych na kontach terminowych do 2 lat włącznie w konsekwencji zmian struktury ich aktywów finansowych.

Wykres Z.4.5

Agregaty monetarne M3 i M1, pieniądz gotówkowy w obiegu oraz pieniądz rezerwy banku centralnego.



Źródło: Dane NBP.

²⁵ Wyjątkiem był październik, kiedy podaż pieniądza istotnie odchyliła się od trendu w wyniku przyrostu o 13 mld zł depozytów niemonetarnych instytucji finansowych. Zjawisko to było związane z deponowaniem przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych środków na rachunkach domów maklerskich, przeznaczonych na zakup akcji Polskiej Grupy Energetycznej. W przypadku gospodarstw domowych fundusze na zakup akcji w dużej części zostały pozyskane z kredytów na zakup papierów wartościowych (niezaliczanych do kredytów konsumpcyjnych). Po redukcji zleceń o ponad 90% środki wróciły do zlecniodawców.

Załącznik 5

Opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2009 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 27 stycznia 2009 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 na świecie i w Polsce, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Rada poświęciła wiele uwagi kwestii krajowego wzrostu gospodarczego. Zwracano uwagę, że recesja w otoczeniu zewnętrznym i towarzyszące jej ograniczenie popytu zagranicznego na polskie towary coraz silniej wpływa na aktywność w gospodarce krajowej, o czym świadczy m. in. dalszy spadek produkcji przemysłowej w grudniu. Na znaczące obniżenie popytu, w szczególności na produkty przedsiębiorstw eksportujących, wskazują także badania ankietowe NBP. Podkreślano, że pogorszenie się perspektyw zbytu przekłada się na wyhamowanie inwestycji i tym samym przyczynia do szybszego niż wcześniej oczekiwano spowolnienia wzrostu PKB.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce zwracano uwagę, że zależą one w znacznym stopniu od koniunktury za granicą. W tym kontekście wskazywano na pogłębianie się recesji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz ryzyko dalszych rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Ryzyko to związane jest z negatywnym wpływem światowego kryzysu finansowego na sytuację na rynkach pracy w tych krajach, a w konsekwencji na dochody gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Przedłużająca się recesja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki może sprawić, że poprawa krajowej aktywności gospodarczej nastąpi później niż dotychczas oceniano. Część członków Rady podkreślała, że może się to przełożyć na głębsze ograniczenie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, przez co wkład inwestycji do wzrostu PKB może być w 2009 r. ujemny. Argumentowano, że spowolnienie gospodarcze w Polsce, poprzez ograniczenie popytu na pracę i obniżenie tempa wzrostu wynagrodzeń, będzie się przyczyniać do obniżenia dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych. Czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia popytu krajowego może być również ograniczenie wydatków sektora finansów publicznych, które – jeśli będzie dotyczyło wydatków inwestycyjnych – będzie dodatkowo negatywnie oddziaływać na dynamikę PKB w dłuższym okresie. Część członków Rady argumentowała, że do podtrzymania dynamiki inwe-

stycji sektora finansów publicznych przyczyni się realizacja projektów finansowanych ze środków unijnych przez jednostki samorządu terytorialnego.

Omawiając kształtowanie się inflacji, zwracano uwagę na jej nieco większy od oczekiwań spadek w grudniu 2008 r. do 3,3%, a więc poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Wskazywano, że do obniżenia się inflacji w największym stopniu przyczynił się spadek cen paliw, podkreślano jednak przy tym, że zmalała także inflacja bazowa.

Odnosząc się do perspektyw inflacji oceniano, że w najbliższych miesiącach inflacja powinna stopniowo obniżać się do celu inflacyjnego (2,5%). Część członków Rady podkreślała równocześnie, że w kierunku wzrostu cen będą oddziaływać: obserwowana w ostatnich miesiącach znacząca deprecjacja kursu złotego oraz ewentualne dalsze podwyżki cen regulowanych. W tym kontekście zwracano uwagę m. in. na ewentualne podwyższenie w 2009 r. stawek akcyzy na paliwa w celu wyrównania części ubytku dochodów budżetowych, co przełożyłoby się na wzrost cen. Inni członkowie Rady argumentowali, że przełożenie zmian kursu walutowego na inflację może być ograniczone w warunkach spowolnienia gospodarczego, a wzrost cen regulowanych pozostaje poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Członkowie ci podkreślali jednocześnie, że podwyżki cen regulowanych zmniejszają siłę nabywczą gospodarstw domowych, co w okresie dekoniunktury dodatkowo przyczyni się do obniżenia popytu. Podczas dyskusji wskazywano również na czynniki niepewności odnoszące się do zmian inflacji w nadchodzącym okresie związane z kształtowaniem się cen surowców na rynkach światowych oraz z uwzględnieniem przez GUS zmian wag w koszyku konsumpcyjnym gospodarstw domowych.

Większość Rady podkreślała, że przy malejącej presji inflacyjnej polityka pieniężna powinna bardziej koncentrować się na przeciwdziałaniu nadmiernemu ograniczeniu wzrostu gospodarczego, przyczyniając się w ten sposób do utrzymania stabilności cen w średnim okresie. Zdaniem części członków Rady, uzasadniało to znaczące obniżenie stóp procentowych NBP tak, aby – uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji – efekty tych działań mogły jak najszybciej przełożyć się na wzmocnienie popytu krajowego. W opinii części członków Rady łagodzeniu polityki pieniężnej powinno towarzyszyć także uruchomienie rządowych gwarancji i poręczeń kredytowych wspierających wzrost gospodarczy.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego podkreślano, że obserwowana w ostatnim okresie znacząca deprecjacja złotego wynika przede wszystkim ze wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, który skutkuje odpływem kapitału z rynków wschodzących, co odzwierciedla wzrost rentowności obligacji oraz stawek CDS. Część członków Rady zwracała uwagę, że skala osłabienia złotego jest większa niż innych walut Europy Środkowej i Wschodniej, mimo że stopy procentowe zostały w Polsce obniżone w mniejszym stopniu niż w pozostałych krajach regionu. Ich zdaniem, świadczy to o ograniczeniu roli dysparytetu stóp procentowych w kształtowaniu się kursu walutowego w ostatnim okresie. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że w obecnej sytuacji większe znaczenie dla kursu złotego mają perspektywy wzrostu gospodarczego Polski, a także związana z tym sytuacja sektora finansów publicznych. Zdaniem części członków Rady, silne obniżenie stóp procentowych mające na celu przeciwdziałanie nadmiernemu osłabieniu wzrostu gospodarczego może zatem oddziaływać w kierunku umocnienia kursu złotego w średniej perspektywie. Dodatkowo argumentowali oni, że skumulowanie w czasie obniżek stóp procentowych NBP do poziomu pożądanego z punktu widzenia jednoczesnego utrzymania stabilności cen i wspierania aktywności gospodarczej będzie sprzyjać wygaśnięciu oczekiwań na dalsze obniżki stóp NBP, co powinno ograniczać presję na deprecjację złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych może zwiększyć oczekiwania uczestników rynków finansowych co do skali dalszych obniżek stóp. Ponadto zwracali oni uwagę, że zbyt szybkie łagodzenie polityki pieniężnej przez Radę może zostać odebrane jako sygnał znacznego pogorszenia się perspektyw gospodarki polskiej, a przez to przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego. Członkowie ci podkreślali również, że krajowy rynek

walutowy jest obecnie relatywnie płytki, wobec czego istnieje ryzyko dalszego silnego osłabienia kursu złotego, co powinno być brane pod uwagę przy decydowaniu o skali obniżki stóp procentowych NBP.

Analizując czynniki wpływające na kształtowanie się kursu walutowego specyficzne dla polskiej gospodarki, część członków Rady argumentowała, że deprecjacja kursu złotego mogła być wzmacniana przez konieczność wywiązania się przez polskie przedsiębiorstwa z zawartych wcześniej kontraktów opcyjnych poprzez zakup walut na rynku. Z drugiej strony niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w kierunku ograniczenia skali osłabienia złotego mogły oddziaływać deklaracje Rady Ministrów o determinacji w realizacji harmonogramu przystępowania Polski do strefy euro. W tym kontekście wskazywano, że ewentualne przesunięcie momentu przyjęcia wspólnej waluty może negatywnie wpłynąć na kształtowanie się kursu złotego.

Dyskutując o wpływie deprecjacji kursu złotego na gospodarkę wskazywano, że osłabienie kursu negatywnie wpływa na sytuację finansową przedsiębiorstw zaangażowanych w kontrakty opcyjne oraz zwiększa złotą wartość zadłużenia podmiotów gospodarczych (przedsiębiorstw, gospodarstw domowych oraz sektora finansów publicznych) denominowanego w walutach obcych, co będzie przyczyniać się do obniżenia wydatków tych podmiotów. Ponadto zwracano uwagę, że wywołany osłabieniem kursu wzrost cen importu będzie – poprzez wzrost kosztów importowanych surowców i dóbr pośrednich – negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce. Z drugiej strony wskazywano na związany z deprecjacją kursu złotego wzrost konkurencyjności polskich produktów na rynkach zagranicznych, który będzie ograniczać negatywny wpływ recesji za granicą na polski eksport. Argumentowano, że deprecjacja złotego prowadzi również do wzrostu złotej wartości środków unijnych, co w połączeniu z sygnalizowanym w badaniach koniunktury GUS możliwym spadkiem cen robót budowlano-montażowych może być czynnikiem wspierającym realizację projektów inwestycyjnych finansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Podkreślano, że deprecjacja, powodując wzrost cen dóbr importowanych, sprzyja wzrostowi popytu wewnętrznego na dobra krajowe kosztem popytu na dobra importowane, co będzie oddziaływało w kierunku ograniczenia nierównowagi w handlu zagranicznym Polski.

Analizując sytuację na rynku kredytowym zwracano uwagę, że choć dane monetarne nie wskazują jeszcze na silne spowolnienie dynamiki kredytów, to w IV kw. 2008 r. banki znacząco zastrzyły politykę kredytową, a część z nich wycofała z oferty kredyty mieszkaniowe denominowane w walutach obcych. W tym kontekście część członków Rady argumentowała, że decyzje o obniżeniu stóp procentowych NBP mają istotne znaczenie dla rozwoju akcji kredytowej, gdyż oddziałują w kierunku obniżenia kosztu kredytów złotych. Wskazywano przy tym, że od momentu rozpoczęcia procesu obniżania stóp procentowych NBP w listopadzie 2008 r. stopa WIBOR 3M spadła o ponad 100 punktów bazowych, co potwierdza, że pomimo utrzymywania się stóp rynkowych na podwyższonym poziomie względem stopy referencyjnej decyzje Rady istotnie wpływają na rynkowe stopy procentowe.

Omawiając sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę, że oferowaniu wysokiego oprocentowania depozytów terminowych towarzyszyło podniesienie przez banki marż kredytowych. Część członków Rady argumentowała, że do czasu wygaśnięcia założonych wcześniej lokat banki mogą być skłonne utrzymywać koszt nowoudzielanych kredytów na podwyższonym poziomie nawet mimo obniżenia stóp procentowych NBP. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, zbyt silne obniżki stóp, zmniejszając przychody banków z obsługi kredytów już udzielonych – jeśli ich oprocentowanie jest bezpośrednio zależne od stóp na rynku międzybankowym – mogą przyczyniać się do pogorszenia wyników finansowych banków i przez to stanowić czynnik ograniczający akcję kredytową. Członkowie ci argumentowali, że łagodzenie polityki pieniężnej powinno następować w takim tempie, aby umożliwić bankom stopniowe dostosowanie się do zmieniających się warunków działalności.

Dyskutując o poziomie stóp procentowych wskazywano, że w obliczu szybko pogarszającej się koniunktury i spadku presji inflacyjnej wiele banków centralnych kontynuowało w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej. Część członków Rady argumentowała, że przy braku lub niewielkiej skali obniżek stóp procentowych w Polsce przyczyni się to do wzrostu dysparytetu stóp procentowych. Inni członkowie zwracali natomiast uwagę, że obecnie trudno ocenić wpływ znacznego łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne na gospodarkę i stabilność systemu finansowego, przez co nie powinno się automatycznie podążać za zmianami stóp procentowych w innych krajach.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniła, że sygnały silniejszego i następującego szybciej niż oczekiwano osłabienia aktywności w gospodarce światowej i polskiej w połączeniu z dalszym spadkiem presji inflacyjnej przemawiają za obniżeniem stóp procentowych NBP. Część członków Rady była zdania, że redukcja stóp procentowych powinna następować stopniowo, a jej skala na styczniowym posiedzeniu powinna być mniejsza niż w grudniu 2008 r., szczególnie biorąc pod uwagę zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej wynikające ze znaczącej deprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków Rady, zbyt silna redukcja stóp NBP na bieżącym posiedzeniu stwarza ryzyko dalszej deprecjacji kursu walutowego, co przemawia za stopniowym dostosowaniem stóp procentowych. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że zbyt silna obniżka stóp na bieżącym posiedzeniu może nadmiernie zwiększyć oczekiwania rynku dotyczące łącznej skali redukcji stóp. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w obliczu szybkiego pogarszania się perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego należy jak najszybciej obniżyć stopy procentowe do poziomu wspierającego aktywność gospodarczą w Polsce. Znaczące obniżenie stóp procentowych NBP – zdaniem tych członków Rady – będzie przeciwdziałać ograniczaniu akcji kredytowej banków, a w konsekwencji zbyt silnemu osłabieniu popytu krajowego. Argumentowali oni, że decyzje Rady ukierunkowane na wspieranie wzrostu PKB w obliczu spadku presji inflacyjnej mogą oddziaływać w kierunku umocnienia kursu złotego. Rada dyskutowała również na temat skali możliwych dalszych obniżek stóp procentowych NBP.

Złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych, o 50 punktów bazowych, oraz o 75 punktów bazowych. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 75 punktów bazowych, w związku z czym wnioski o obniżenie stóp procentowych o 25 punktów bazowych oraz o 50 punktów bazowych nie były przedmiotem głosowania. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 lutego 2009 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 złotego, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie oraz sytuacji na rynku kredytowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle lutowej projekcji inflacji i PKB.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu walutowego. Wskazywano, że od ostatniego posiedzenia Rady waluty krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w tym złoty, osłabiły się istotnie. Podkreślano, że deprecjacja walut regionu wynikała m.in. z pogorszenia perspektyw gospodarczych w krajach regionu, w tym wzrostu obaw o stabilność makroekonomiczną niektórych z tych krajów. Wśród czynników oddziałujących w kierunku osłabienia walut regionu, w

tym złotego, wymieniano również wzrost globalnej awersji do ryzyka, skutkujący odpływem kapitału z rynków wschodzących, obawy o finansowanie dużych deficytów w handlu zagranicznym w niektórych krajach oraz transakcje walutowe inwestorów krótkoterminowych. Zwracano uwagę, że skala deprecjacji polskiej waluty wynikająca z relatywnie większej płynności rynku złotego nie odzwierciedlała stosunkowo korzystnej sytuacji i perspektyw wzrostu gospodarki polskiej. Część członków Rady wskazywała, że deprecjacja złotego mogła być dodatkowo wzmacniana przez popyt na waluty ze strony polskich przedsiębiorstw zaangażowanych w kontrakty opcyjne.

Rada dyskutowała także nad wpływem zmian stóp procentowych NBP na kształtowanie się kursu złotego. Część członków Rady argumentowała, że w warunkach dużej zmienności na rynku walutowym znaczne obniżki stóp procentowych mogą zwiększać ryzyko dalszej deprecjacji kursu. Inni członkowie Rady podkreślali, że wpływ zmian dysparytetu stóp procentowych na kurs złotego jest w ostatnim okresie ograniczony. Zwracali oni uwagę, że czynnikiem wpływającym na kształtowanie się kursu złotego są perspektywy sytuacji gospodarczej w Polsce. W opinii tych członków Rady łagodzenie polityki pieniężnej będzie przeciwdziałać nadmiernemu ograniczeniu wzrostu gospodarczego i tym samym może stanowić czynnik oddziałujący w kierunku umocnienia kursu złotego w średnim okresie.

Analizując wpływ deprecjacji kursu złotego na gospodarkę, wskazywano, że osłabienie złotego przyczynia się do ograniczenia popytu krajowego poprzez wzrost obciążeń gospodarstw domowych i przedsiębiorstw z tytułu obsługi zobowiązań denominowanych w walutach obcych. Z drugiej strony wskazywano, że deprecjacja kursu złotego zwiększa konkurencyjność polskiego eksportu oraz, przyczyniając się do wzrostu cen dóbr importowanych, oddziałuje w kierunku zwiększenia konkurencyjności polskich producentów na rynku krajowym. Zwracano również uwagę, że osłabienie złotego prowadzi do wzrostu złotowej wartości środków unijnych.

Dyskutując o wpływie deprecjacji kursu złotego na sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że osłabienie złotego powoduje wzrost złotowej wartości aktywów banków denominowanych w walutach obcych. Bez zwiększenia kapitałów własnych, może to prowadzić do obniżenia się współczynników wypłacalności banków i w konsekwencji mogłoby oddziaływać w kierunku dalszego ograniczania akcji kredytowej przez banki.

Analizując wpływ deprecjacji kursu złotego na deficyt budżetowy i dług publiczny wskazywano, że deprecjacja złotego zwiększa wydatki budżetu państwa ponoszone z tytułu wpłaty składek członkowskich do budżetu Unii Europejskiej oraz wydatki na obsługę zagranicznego długu publicznego. Część członków Rady oceniała, że znacząca deprecjacja kursu złotego może zmniejszać skłonność zagranicznych inwestorów do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dalsza deprecjacja kursu może skłonić inwestorów długoterminowych, posiadających instrumenty dłużne wyemitowane przez polski rząd, do zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym poprzez zawieranie transakcji na rynku terminowym, co może pogłębić osłabianie się złotego w wyniku działania arbitrażu pomiędzy rynkiem kasowym i terminowym. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na relatywnie niewielki udział zadłużenia zagranicznego w całkowitym zadłużeniu sektora finansów publicznych oraz na dominujący udział inwestorów krajowych w strukturze finansowania potrzeb pożyczkowych państwa. Zdaniem tych członków Rady ważniejszym niż deprecjacja kursu złotego czynnikiem, który może ograniczyć możliwość zewnętrznego finansowania deficytu budżetowego i długu publicznego w Polsce, a także w innych krajach rozwijających się, jest wzrost potrzeb pożyczkowych rządów krajów wysokorozwiniętych związany z podejmowanymi w tych krajach działaniami antykryzysowymi.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na pogłębiającą się recesję w gospodarkach rozwiniętych (Stanach Zjednoczonych, strefie euro, Japonii) oraz coraz silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w gospodarkach rozwijających się.

Argumentowano, że pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach stwarzają ryzyko dla oczekiwanej poprawy koniunktury w gospodarce światowej. Zwracano jednocześnie uwagę, że część banków centralnych kontynuowała w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na zmianę nastawienia w polityce pieniężnej banków centralnych w krajach regionu Europy Środkowej i Wschodniej, ze względu na osłabienie ich walut w ostatnim okresie.

Dyskutując na temat perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że spadek produkcji przemysłowej i zamówień w przemyśle w styczniu br. oraz pogarszające się wskaźniki koniunktury świadczą o dalszym obniżaniu się aktywności w polskiej gospodarce. Ponadto wskazywano, że ograniczenie akcji kredytowej przez banki, wzrost obciążeń podmiotów gospodarczych z tytułu zaciągniętych wcześniej zobowiązań denominowanych w walutach obcych oraz zmniejszające siłę nabywczą gospodarstw domowych podwyżki cen regulowanych będą oddziaływać w kierunku obniżenia popytu krajowego. Zwracano także uwagę na negatywny wpływ znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Wskazywano również, że w kierunku pogłębienia spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce będzie oddziaływać dalszy spadek popytu na polski eksport, co związane jest z nasilającą się recesją u głównych partnerów handlowych Polski. Czynnikiem amortyzującym wpływ spadku popytu zagranicznego na polski eksport może być natomiast osłabienie kursu złotego. Część członków Rady oceniała, że skala spowolnienia gospodarczego w Polsce może być głębsza niż wynika to z lutowej projekcji z modelu NECMOD.

Na posiedzeniu omawiano również wpływ dotychczasowych obniżek stóp procentowych NBP na popyt krajowy oraz na sytuację w sektorze bankowym i na rynku kredytowym. Wskazywano, że obniżki stóp zmniejszają obciążenia podmiotów gospodarczych z tytułu obsługi zaciągniętych wcześniej kredytów denominowanych w złotych, co ogranicza ryzyko nieregulowania zobowiązań przez te podmioty i w konsekwencji oddziałuje w kierunku zwiększenia stabilności systemu finansowego. Podkreślano również, że spadek stóp procentowych powoduje wzrost siły nabywczej dochodów tych podmiotów, co może oddziaływać w kierunku wzrostu popytu krajowego. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą siły oddziaływania obniżek stóp procentowych na popyt krajowy w warunkach zaburzeń na rynku kredytowym. Wskazywali oni, że dokonaniem w listopadzie i grudniu 2008 r. obniżkom stóp procentowych NBP - mimo istotnego spadku stopy WIBOR 3M - towarzyszyły mniejsze obniżki oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz jedynie niewielkie obniżenie oprocentowania kredytów mieszkaniowych przy jednoczesnym nieznacznym wzroście oprocentowania kredytów konsumpcyjnych. Członkowie ci argumentowali, że obniżki stóp procentowych NBP zmniejszają przychody banków z tytułu obsługi udzielonych wcześniej kredytów, co - przy relatywnie wysokim oprocentowaniu oferowanych lokat - może skłaniać banki do zwiększania marż dla nowo udzielanych kredytów. Zdaniem części członków Rady czynnikiem ograniczającym wpływ obniżek stóp procentowych NBP na oprocentowanie kredytów może być zbyt słaba konkurencja w polskim sektorze bankowym.

Część członków Rady wskazywała, że barierą dla rozwoju akcji kredytowej może być ograniczony popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw, związany z niekorzystnymi perspektywami wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że czynnikiem ograniczającym akcję kredytową może być także spadek zdolności kredytowej podmiotów gospodarczych w wyniku spadku wartości ich aktywów i wzrostu obciążeń z tytułu zaciągniętych zobowiązań denominowanych w walutach obcych.

Rada dyskutowała nad możliwością modyfikacji wykorzystywanych instrumentów polityki pieniężnej w celu poprawy sytuacji płynnościowej w sektorze bankowym oraz zapobieżenia nadmiernemu ograniczeniu akcji kredytowej przez banki, w tym nad ewentualnym wydłużeniem terminu zapadalności operacji repo, obniżeniem stopy rezerw obowiązkowych oraz obniżką sto-

py depozytowej w skali większej od skali obniżek pozostałych stóp procentowych NBP. Rada omawiała również kwestie dotyczące stosowania instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs złotego w kontekście sytuacji na rynku walutowym.

Odnosząc się do perspektyw inflacji, część członków Rady oceniała, że w najbliższym okresie inflacja CPI oraz inflacja bazowa będą utrzymywać się na podwyższonym poziomie, na co wskazuje także lutowa projekcja inflacji z modelu NECMOD. Członkowie ci argumentowali, że w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływać znaczny wzrost cen regulowanych oraz dotychczasowa silna deprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że lutowa projekcja z modelu NECMOD wskazuje na pogłębianie się ujemnej luki popytowej, prowadzące do istotnego osłabienia presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Członkowie ci wskazywali również na obniżającą się presję płacową w polskiej gospodarce. Zdaniem tych członków Rady w warunkach znaczącego osłabienia popytu ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w wyniku deprecjacji kursu złotego jest nieznaczne. Członkowie ci oceniali, że – mimo silnego osłabienia kursu złotego – inflacja bazowa w I kw. br. może być niższa niż to wynika z lutowej projekcji inflacji i PKB. Ponadto zwracali oni uwagę, że w lutym br. obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i analityków bankowych. W trakcie posiedzenia wskazywano również na niepewność odnośnie do kształtowania się inflacji w najbliższym okresie, związaną z uwzględnieniem przez GUS zmian w koszyku konsumpcyjnym gospodarstw domowych.

Rada omawiała również perspektywy spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Część członków Rady wskazywała, że w wyniku szybszego spadku wskaźników bieżącej inflacji w większości krajów Unii Europejskiej niż w polskiej gospodarce, w najbliższym okresie dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen, może nadal przekraczać wartość referencyjną. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że zgodnie z lutową projekcją inflacji i PKB z modelu NECMOD można oczekiwać, że inflacja CPI obniży się do niskiego poziomu w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej, a tym samym, że Polska będzie spełniać kryterium stabilności cen w średnim okresie.

Analizując wpływ polityki fiskalnej na gospodarkę, część członków Rady wskazywała, że skala zapowiadanego przez rząd ograniczenia wydatków budżetowych w 2009 r. jest większa od zakładanej w lutowej projekcji inflacji i PKB. Członkowie ci wskazywali również, że zmiana w sposobie finansowania części wydatków infrastrukturalnych, która przesuwa wydatki ponoszone na ten cel z budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych, może – przy pojawieniu się trudności z pozyskaniem odpowiednich środków finansowych na rynku – prowadzić do zaniechania części tych wydatków. Podkreślali oni także, że głębsze od zakładanego obecnie przez rząd spowolnienie wzrostu gospodarczego, a w konsekwencji niższe od zakładanych dochody budżetowe mogą prowadzić do dalszego ograniczania wydatków budżetowych. Członkowie ci argumentowali, że restrykcyjna polityka fiskalna skłania do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na zapowiadane przez rząd działania zmierzające do łagodzenia skutków kryzysu, m.in. w postaci pomocy w spłacie kredytów hipotecznych osobom bezrobotnym, co będzie ograniczać restrykcyjność polityki fiskalnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że szybko pogarszająca się sytuacja gospodarcza na świecie i w Polsce, oczekiwany w lutowej projekcji inflacji i PKB spadek inflacji poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji oraz relatywnie wysoka restrykcyjność polityki fiskalnej przemawiają za dalszym istotnym obniżeniem stóp procentowych NBP. Członkowie ci oceniali, że w obecnych warunkach wpływ dysparytetu stóp procentowych na zmiany kursu walutowego, a tym samym ryzyko dalszej deprecjacji kursu złotego w wyniku obniżek stóp procentowych, są ograniczone. Zdaniem innych członków Rady ryzyko istotnego pogłębiania się deprecjacji kursu złotego, mogącego prowadzić do znaczącego pogor-

szenia aktywności w gospodarce polskiej, oraz niepewność dotycząca siły oddziaływania obniżek stóp procentowych na popyt krajowy uzasadniały utrzymanie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Większość Rady była zdania, że w warunkach znaczącej deprecjacji złotego skala obniżki stóp procentowych NBP na lutowym posiedzeniu Rady powinna być umiarkowana.

Złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 oraz o 50 punktów bazowych. Wniosek o obniżenie stóp procentowych o 50 punktów bazowych nie został przyjęty. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 25 punktów bazowych. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

Rada uznała także, że sytuacja na rynku walutowym może uzasadniać zastosowanie instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs złotego.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 marca 2009 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 krótkoterminowych stóp procentowych w kontekście prowadzonych operacji otwartego rynku, zmianach kursu złotego, perspektywach inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce oraz sytuacji w sektorze bankowym.

Rada poświęciła wiele uwagi skutkom modyfikacji zasad operacji otwartego rynku polegającej na ograniczeniu podaży bonów pieniężnych NBP. Konsekwencją tej modyfikacji jest pozostawienie większej płynności w sektorze bankowym i związane z tym obniżenie się krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym istotnie poniżej stopy referencyjnej NBP. Argumentowano, że ograniczenie podaży bonów NBP w stosunku do zgłaszanego popytu ma na celu zwiększenie aktywności banków komercyjnych na rynku międzybankowym. Zdaniem części uczestników dyskusji dalszą konsekwencją braku możliwości lokowania całości płynnych środków banków w bonach pieniężnych powinno być przeznaczenie ich na rozwój akcji kredytowej. Równocześnie wskazywano, że ograniczenie podaży bonów NBP przełożyło się na zwiększenie zainteresowania banków lokowaniem środków w bonach skarbowych.

Część członków Rady argumentowała, że modyfikacja zasad operacji otwartego rynku, przekładająca się na obniżenie poziomu krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym poniżej stopy referencyjnej NBP, powinna być brana pod uwagę w decyzjach Rady dotyczących zarówno poziomu stóp procentowych NBP, jak i ewentualnych dalszych modyfikacji wykorzystywanych instrumentów polityki pieniężnej. Równocześnie zwracali oni uwagę, że zwiększona płynność na rynku międzybankowym może utrudniać stabilizację kursu walutowego. Ponadto Rada uznała, że redukcja stopy rezerw obowiązkowych oraz obniżenie stopy depozytowej silniej niż pozostałych stóp procentowych NBP nie są obecnie uzasadnione.

Rada dyskutowała także o ewentualnej zmianie zasad oprocentowania i wydłużeniu terminu zapadalności stosowanych przez NBP operacji FX swap.

Odnosząc się do kwestii kursu walutowego zwracano uwagę, że od lutowego posiedzenia Rady nastąpiło zahamowanie wcześniejszej deprecjacji złotego. Część członków Rady podkreślała przy tym, że rola dysparytetu stóp procentowych jest przejściowo ograniczona, a na kształtowanie się kursu nadal największy wpływ mają inne czynniki, głównie o charakterze globalnym i regional-

nym, na co wskazuje podobne zachowanie się kursów walut krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Inni członkowie Rady argumentowali, że na rynku walutowym cały czas utrzymuje się duża zmienność i ryzyko dalszego osłabienia złotego powinno być nadal brane przez Radę pod uwagę. W tym kontekście wskazywano na znaczenie sytuacji makroekonomicznej w innych gospodarkach regionu i wpływ ewentualnych negatywnych wydarzeń w tych krajach na kurs złotego. W ocenie tych członków Rady ważnym czynnikiem niepewności w odniesieniu do kształtowania się kursu złotego jest kwestia perspektywy akcesji Polski do strefy euro.

Dyskutując o kursie walutowym wskazywano, że wcześniejsza, znacząca deprecjacja złotego jest głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen w najbliższym okresie. Zwracano uwagę, że osłabienie złotego, poprzez silny wzrost cen paliw, przyczyniło się istotnie do wzrostu inflacji w lutym w stosunku do stycznia br. Równocześnie jednak część członków Rady podkreślała, że wpływ zmian kursu na inflację będzie prawdopodobnie krótkotrwały, a przełożenie się deprecjacji na ceny krajowe może być ograniczone w warunkach spowolnienia gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali, że wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym, który okazał się znacznie wyższy od oczekiwań, może być w dużym stopniu związany z wcześniejszym osłabieniem się kursu złotego. Zdaniem tych członków Rady, choć przełożenie wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu na ceny konsumpcyjne nie jest automatyczne, w sytuacji słabnącego popytu zewnętrznego wzrost kosztów produkcji może zostać zrekomensowany podniesieniem cen na rynku krajowym oddziałując w kierunku wyższej inflacji. Członkowi ci zwracali także uwagę, że ewentualne dalsze osłabienie złotego może spowodować, że wygaśnie antyinflacyjny efekt związany z niższą importowaną inflacją.

Podkreślano, że w kierunku wyższej inflacji, oprócz wcześniejszej znacznej deprecjacji kursu złotego, oddziałuje przede wszystkim wzrost cen administrowanych, w tym zwłaszcza cen użytkowania mieszkania i nośników energii. Część członków Rady argumentowała, że w najbliższym okresie można oczekiwać utrzymania się dynamiki tych cen na podwyższonym poziomie, co będzie ograniczało obniżanie się inflacji. Wskazywano również, że czynnikiem niepewności dla inflacji jest kształtowanie się cen żywności w związku z niekorzystnymi zjawiskami występującymi w regionach ważnych z punktu widzenia podaży podstawowych surowców rolnych.

Odnosząc się do innych czynników wpływających na perspektywy inflacji, część członków Rady zwracała uwagę, że pogłębiająca się recesja w gospodarce światowej powodująca presję na spadek inflacji za granicą oraz kształtowanie się cen surowców na relatywnie niskim poziomie – poniżej poziomu uwzględnionego w lutowej projekcji – będą ograniczały inflację w Polsce. Argumentowali oni także, że w warunkach słabnącego popytu zewnętrznego i krajowego spadający popyt na pracę spowoduje szybsze niż przewidywano w lutowej projekcji NBP obniżenie się dynamiki płac, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci oceniali, że wymienione czynniki związane z silnym obniżaniem się presji popytowej w gospodarce sygnalizują szybszy niż w projekcji spadek inflacji, na co wskazują także wyniki krótkookresowych prognoz sporządzanych w NBP.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego za granicą zwracano uwagę na pogłębiającą się recesję w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz na dalsze obniżenie prognoz dla tych gospodarek i związane z tym ryzyko dłuższej niż uwzględniono w lutowej projekcji recesji w gospodarce światowej. Podkreślano, że w reakcji na silny spadek aktywności ekonomicznej oraz zagrożenie stabilności sektora finansowego, główne banki centralne obniżyły stopy procentowe do bardzo niskich poziomów i podjęły działania bezpośrednio zwiększające podaż pieniądza rezerwowego, których celem jest pobudzenie akcji kredytowej oraz obniżenie długoterminowych stóp procentowych. Zwracano równocześnie uwagę na brak dalszych obniżek stóp procentowych przez banki centralne regionu Europy Środkowej i Wschodniej.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że recesja u głównych partnerów handlowych Polski przełożyła się na spadek eksportu i produkcji przemysłowej, o

czym świadczą dane za pierwsze miesiące 2009 r. Argumentowano, że słabnący popyt w gospodarce prowadzi do spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, wzrostu bezrobocia oraz obniżenia się dynamiki wynagrodzeń. Równocześnie podkreślano, że pogorszenie się sytuacji na rynku pracy powoduje ograniczenie popytu konsumpcyjnego, co potwierdzają dane o sprzedaży detalicznej. Wskazywano także, że pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw hamuje ich działalność inwestycyjną. Zdaniem części członków Rady wszystkie wymienione czynniki, a więc ograniczenie popytu zewnętrznego oraz krajowego (zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego) oddziałują w kierunku istotnie niższej niż w lutowej projekcji dynamiki PKB. Inni członkowie Rady podkreślali, że dla perspektyw wzrostu gospodarczego istotne jest również ryzyko dalszej deprecjacji złotego, która poprzez zwiększenie wartości zobowiązań denominowanych w walutach obcych i związany z tym wzrost kosztów obsługi zadłużenia może prowadzić do dodatkowego pogorszenia się sytuacji finansowej gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oddziałując w kierunku niższego PKB.

Analizując sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę na wysoką preferencję płynności banków i ich dążenie do pozyskania lokat od sektora niefinansowego poprzez oferowanie wciąż wysokiego oprocentowania depozytów. Wskazywano, że wynikające z tego wysokie koszty finansowania działalności banków przekładają się na podwyższenie marż od nowoudzielanych kredytów. Równocześnie podkreślano jednak, że w pierwszych miesiącach 2009 r. odnotowano obniżenie się oprocentowania depozytów i kredytów w ślad za znaczącą redukcją stóp procentowych NBP. Część uczestników dyskusji argumentowała, że obniżki stóp procentowych NBP powinny doprowadzić do dalszego spadku oprocentowania depozytów zmniejszając koszty finansowania banków i oddziałując w kierunku obniżania oprocentowania kredytów. Zwracano jednak uwagę, że znaczne podniesienie marż przez banki związane jest w dużym stopniu ze wzrostem ryzyka kredytowego i dlatego nie należy oczekiwać istotnego spadku marż.

Część członków Rady podkreślała, że nawet w przypadku niepełnego przełożenia się obniżek stóp procentowych NBP na oprocentowanie nowoudzielanych kredytów w bankach komercyjnych, niższe stopy procentowe zmniejszają koszty obsługi już zaciągniętych kredytów, co ma znaczenie dla sytuacji finansowej części gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady wskazywali, że wpływ dalszego obniżania stóp procentowych na rozwój akcji kredytowej banków jest obecnie ograniczony, ponieważ wielkość kredytów w decydującym stopniu zależy obecnie od czynników niezwiązanych bezpośrednio ze stopami procentowymi NBP (takich jak wysoka preferencja płynności oraz wysoka ocena ryzyka kredytowego).

Rada dyskutowała na temat perspektyw przystąpienia Polski do strefy euro oraz związanej z tym konieczności spełnienia kryteriów konwergencji, w tym przede wszystkim kryterium stabilności cen.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że znaczący spadek aktywności gospodarczej prowadzący do istotnego ograniczenia popytu, w połączeniu z obniżaniem się presji płacowej, a przez to również inflacyjnej, uzasadniają dalsze obniżenie stóp procentowych. Obniżenie stóp procentowych NBP powinno – ich zdaniem – przełożyć się na obniżenie oprocentowania depozytów i kredytów w bankach komercyjnych oddziałując w kierunku pobudzenia akcji kredytowej i przeciwdziałając nadmiernemu obniżeniu aktywności gospodarczej. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że decyzja dotycząca stóp procentowych powinna uwzględniać obniżenie się krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym istotnie poniżej stopy referencyjnej NBP wywołane zmianą zasad prowadzenia operacji otwartego rynku. Ponadto wskazywali oni na ryzyko dalszej deprecjacji kursu złotego i spadek realnej stopy procentowej.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa refe-

rencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 kwietnia 2009 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 w kraju i za granicą, sytuacji i perspektywach finansów publicznych, przebiegu procesów inflacyjnych w Polsce, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego wskazywano, że spadek eksportu, produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach bieżącego roku potwierdza istotne osłabienie aktywności w polskiej gospodarce. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że lepsze od oczekiwań dane makroekonomiczne oraz nieznaczna poprawa części wskaźników koniunktury w marcu br. mogą stanowić oznaki stabilizacji aktywności w polskiej gospodarce na niskim poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali, że niewielki spadek produkcji przemysłowej oraz wyższy od oczekiwań wzrost wynagrodzeń w marcu br. mogły być związane z odmiennym niż w 2008 r. układem świąt, a niektóre wskaźniki koniunktury nadal wskazują na dalsze obniżanie się aktywności w sektorze przedsiębiorstw oraz spadek popytu w polskiej gospodarce.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego wskazywano, że ze względu na znaczny – choć mniejszy niż w większości pozostałych krajów regionu Europy Środkowej i Wschodniej – stopień otwartości gospodarki, czynnikiem niepewności w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Polsce jest kształtowanie się koniunktury w gospodarce światowej i związane z tym zmiany popytu na polski eksport. W tym kontekście zwracano uwagę na pogłębianie się recesji w strefie euro i utrzymywanie się na niskim poziomie aktywności w Stanach Zjednoczonych oraz na dalsze obniżenie prognoz wzrostu dla gospodarki światowej. Wskazywano przy tym na prognozy znacznego spadku PKB w 2009 r. w gospodarce niemieckiej oraz w gospodarkach spoza Unii Europejskiej będących ważnymi partnerami handlowymi Polski. Jednocześnie zwracano jednak uwagę na nieznaczną poprawę sytuacji na światowych rynkach finansowych oraz pewne sygnały wskazujące na zahamowanie pogłębiania się niekorzystnych zjawisk w gospodarce światowej.

Część członków Rady wskazywała, że poprawa eksportu może być w dalszej części roku czynnikiem sprzyjającym ożywieniu w polskiej gospodarce, co będzie jednak zależało od kształtowania się kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali, że dla perspektyw polskiego eksportu ważniejsze niż kształtowanie się kursu złotego będą zmiany popytu zagranicznego.

Analizując kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano na zahamowanie wcześniejszej deprecjacji złotego. Zwracano przy tym jednak uwagę, że kształtowanie się kursów walut gospodarek wschodzących, w tym kursu złotego, zależy obecnie w dużym stopniu od zmian awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady podkreślali, że odsunięcie w czasie włączenia złotego do mechanizmu kursowego ERM II może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu. Zwracali oni również uwagę, że czynnikiem zwiększającym ryzyko deprecjacji złotego może być także gorsza od wcześniej oczekiwanej sytuacja finansów publicznych.

Omawiając sytuację w sektorze finansów publicznych wskazywano, że deficyt tego sektora w 2008 r. był znacznie wyższy od zakładanego przez rząd w Programie Konwergencji z grudnia 2008 r. W tym kontekście odnoszono się do czynników, które wpłynęły na znacząco wyższy od oczekiwań poziom tego deficytu. Część członków Rady podkreślała, że w sytuacji silnego osłabienia aktywności gospodarczej prawdopodobny jest wzrost deficytu budżetowego powyżej poziomu zakładanego na 2009 r. lub ograniczenie wydatków budżetowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę, że w kierunku wzrostu deficytu budżetowego w najbliższych latach oddziaływać może wprowadzenie ewentualnych dodatkowych działań antykryzysowych. Wskazywano, że niepewność dotycząca sytuacji fiskalnej, zarówno w odniesieniu do budżetu państwa, jak i pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, utrudnia ocenę jej wpływu na perspektywy inflacji w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw spełnienia kryterium fiskalnego z Maastricht, oceniano, że w związku z silnym pogorszeniem koniunktury gospodarczej w Polsce wielkość deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB może istotnie wzrosnąć w latach 2009 i 2010. W tym kontekście zwracano także uwagę, że spełnienie kryterium fiskalnego z Maastricht w najbliższych latach może być utrudnione.

Omawiając kształtowanie się bieżącej inflacji wskazywano, że na wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych w marcu br. do 3,6%, tj. powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP określonej na poziomie 3,5%, wpłynął przede wszystkim wzrost cen żywności. Wskazywano również, że czynnikiem podwyższającym inflację pozostaje wzrost cen regulowanych, w tym przede wszystkim podwyżki cen nośników energii oraz cen związanych z użytkowaniem mieszkania. Podkreślano, że do wzrostu inflacji przyczyniło się wcześniejsze osłabienie kursu złotego oraz, że zmiany kursu walutowego pozostają głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen. Część członków Rady oceniała równocześnie, że w świetle obserwowanego od połowy lutego br. umocnienia się złotego wpływ wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego na inflację może nie być długotrwały. Inni członkowie Rady argumentowali, że większy od oczekiwań wzrost inflacji w marcu br. wskazuje, że nawet w warunkach silnego spowolnienia gospodarczego deprecjacja kursu przekłada się w istotny sposób na wzrost cen konsumpcyjnych w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w Polsce, część członków Rady oceniała, że inflacja w średnim okresie powinna obniżyć się do poziomu celu inflacyjnego, na co wskazują również lutowa projekcja inflacji oraz krótkookresowe prognozy sporządzane w NBP. Mogłoby temu sprzyjać osłabienie popytu krajowego i spadek popytu na pracę przekładający się na stopniowe obniżanie się presji płacowej oraz utrzymywanie się cen surowców na stosunkowo niskim poziomie. Członkowie ci argumentowali także, że spadkowi inflacji powinno sprzyjać obniżenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę na ryzyko utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie w przypadku wystąpienia niekorzystnych szoków na rynkach żywności i surowców energetycznych. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że znaczące pogorszenie sytuacji finansów publicznych mogłoby skłonić rząd do zwiększania dochodów budżetowych poprzez podwyżki stawek podatków pośrednich, w tym na przykład podwyżki akcyzy, a samorządy lokalne – do podwyżek cen usług zależnych od decyzji tych instytucji, co oddziaływałoby w kierunku wzrostu inflacji.

Na posiedzeniu odnoszono się również do perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w sytuacji spadku inflacji w części krajów Unii Europejskiej do bardzo niskich poziomów, wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen w 2010 r. może kształtować się znacznie poniżej dwunastomiesięcznej średniej ruchomej inflacji HICP w Polsce. Członkowie ci oceniali, że szybkie obniżenie inflacji w Polsce do poziomu umożliwiającego ponowne spełnianie kryterium z Maastricht może wówczas wymagać znacznego zacieśnienia polityki pieniężnej. Równocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że kształtowanie się inflacji HICP w Polsce na tle wartości referencyjnej dla kryte-

rium stabilności cen będzie w najbliższych latach zależało w istotnym stopniu od zmian cen regulowanych.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że banki komercyjne w Polsce koncentrują obecnie swoją działalność kredytową na rynku kredytów konsumpcyjnych. Oprocentowanie tych kredytów wzrosło nieznacznie, mimo dokonanych od listopada 2008 r. obniżek stóp procentowych NBP. Ponadto argumentowali oni, że nadmierny wzrost obciążeń gospodarstw domowych z tytułu obsługi kredytów udzielonych na cele konsumpcyjne może – poprzez wzrost wartości kredytów zagrożonych – prowadzić do pogorszenia współczynników wypłacalności banków i w konsekwencji oddziaływać w kierunku ograniczania przyszłej akcji kredytowej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że przyrost wartości kredytów konsumpcyjnych jest mniejszy od notowanego w roku ubiegłym, a udział kredytów z tego tytułu w strukturze kredytów ogółem jest stosunkowo nieduży.

Członkowie Rady dyskutowali również na temat silnego ograniczenia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w I kw. 2009 r. Wskazywano, że czynnikiem ograniczającym akcję kredytową dla tych podmiotów jest zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki, częściowo związane z utrzymującą się niepewnością odnośnie do przebiegu przyszłych procesów gospodarczych utrudniającą wycenę ryzyka kredytowego. Część członków Rady oceniała, że zintensyfikowanie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw może wymagać dalszych modyfikacji w zakresie instrumentów polityki pieniężnej.

W trakcie posiedzenia Rada odniosła się również do możliwości uzyskania przez Polskę dostępu do elastycznej linii kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Podkreślano, że elastyczna linia kredytowa przyznawana jest krajom o silnych fundamentach gospodarczych, które w przeszłości prowadziły odpowiedzialną politykę makroekonomiczną i w przypadku których istnieje duże prawdopodobieństwo prowadzenia takiej polityki również w przyszłości. Wskazywano, że przyznanie Polsce dostępu do środków oferowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy może sprzyjać stabilizacji kursu walutowego i pośrednio ułatwić pozyskanie środków na finansowanie deficytu budżetowego i długu publicznego na rynkach zagranicznych oraz obniżyć koszty obsługi długu. Rada analizowała również wpływ uzyskania dostępu do elastycznej linii kredytowej na perspektywy inflacji w Polsce.

Na posiedzeniu odnoszono się także do dylematów związanych z polityką stóp procentowych w dłuższym okresie. Wskazywano, że wraz z ożywieniem w gospodarce światowej konieczne będzie istotne zacieśnienie polityki makroekonomicznej w wielu krajach, co może być utrudnione zarówno ze względu na skalę zastosowanych instrumentów antykryzysowych, jak i niepewność co do trwałości ewentualnego ożywienia. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że obniżenie obecnie stóp procentowych NBP do zbyt niskiego poziomu może następnie wymagać relatywnie szybszego i silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w celu stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Ponadto wskazywano, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych może – w przypadku dalszego pogorszenia koniunktury lub stagnacji gospodarczej – ograniczyć możliwość obniżenia stóp procentowych w przyszłości w celu wspierania wzrostu gospodarczego w Polsce.

Część członków Rady zwracała uwagę, że realna stopa procentowa ex post (czyli deflowana bieżącą inflacją) kształtuje się w Polsce na poziomie niższym niż w strefie euro. Ponadto, wskazywano, że zgodnie z krótkookresowymi prognozami sporządzanymi w NBP w kwietniu br. inflacja może wzrosnąć powyżej obecnego poziomu stopy referencyjnej NBP, a w konsekwencji realna stopa procentowa stanie się ujemna. Wskazywano przy tym jednak, że w warunkach dekonunktury i utrzymującej się niepewności odnośnie do przebiegu przyszłych procesów gospodarczych, spadek realnych stóp procentowych do ujemnego poziomu może mieć ograniczony wpływ na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania. W tym kontekście zwracano tak-

że uwagę na istotne obniżenie się restrykcyjności polityki pieniężnej, do czego przyczyniło się – oprócz obniżek stóp procentowych – również wcześniejsze znaczne osłabienie kursu złotego.

Członkowie Rady byli zgodni, że niepewność odnośnie do perspektyw ożywienia gospodarczego w Polsce i na świecie, a także sytuacji finansów publicznych oraz kształtowania się kursu złotego i ich wpływu na inflację uzasadniały pozostawienie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Ponadto część członków Rady wskazywała, że za utrzymaniem stóp NBP na niezmiennym poziomie przemawia również bardzo niski poziom realnych stóp procentowych. Większość członków Rady podtrzymała przy tym ocenę, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie jest wyższe od prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 27 maja 2009 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 kredytowym i w sektorze bankowym oraz na perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji na krajowym rynku kredytowym. Wskazywano na silny spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i kredytów hipotecznych. Z drugiej strony, wskazywano na ciągle stosunkowo wysoki przyrost kredytów konsumpcyjnych. Zwracano uwagę, że banki mogą preferować rynek kredytów konsumpcyjnych, gdyż średnia wielkość tego typu kredytów jest mniejsza a średni okres ich zapadalności jest krótszy, zaś oprocentowanie znacznie wyższe niż w przypadku pozostałych kategorii kredytów. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na rosnące ryzyko pogorszenia się portfela kredytowego związane z udzielanymi kredytami konsumpcyjnymi i w efekcie możliwe ograniczenie akcji kredytowej także w tym segmencie.

Podkreślano, że ograniczenie akcji kredytowej ma negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce. Wskazywano także na ryzyko wystąpienia niekorzystnych sprzężeń zwrotnych między pogarszającą się sytuacją w sferze realnej a sytuacją sektora finansowego.

Dyskutując na temat działań, które mogłyby sprzyjać zwiększeniu akcji kredytowej, rozważano obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej. Podkreślano, że obniżka tej stopy była jednym z postulatów zgłaszanych przez banki w ramach prac nad Paktem na Rzecz Rozwoju Akcji Kredytowej w Polsce. Zdaniem Rady, obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej powinno oddziaływać w kierunku zwiększenia akcji kredytowej przez banki. Analizując skalę rozważanej obniżki stopy rezerwy obowiązkowej, wskazywano, że obniżanie tej stopy powinno następować stopniowo, a ewentualne dalsze dostosowanie powinno zależeć od oceny wpływu tej obniżki na rozwój akcji kredytowej i kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym.

Część członków Rady argumentowała, że ważniejszą niż sytuacja płynnościowa przyczyną ograniczania akcji kredytowej przez banki jest wysoka ocena ryzyka kredytowego. W tym kontekście oceniano, że zwiększeniu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw sprzyjałoby wdrożenie proponowanych w ramach rządowego Planu Stabilności i Rozwoju gwarancji i poręczeń Banku Gospodarstwa Krajowego.

Dyskutując na temat perspektyw akcji kredytowej w Polsce, odnoszono się także do sytuacji kapitałowej sektora bankowego. Wskazywano, że współczynnik wypłacalności dla całego sektora bankowego ustabilizował się w ostatnim okresie, jednak sytuacja kapitałowa poszczególnych podmiotów tego sektora jest zróżnicowana. Ryzyko obniżenia się współczynników adekwatności kapitałowej może – w przypadku niektórych banków – ograniczać rozwój akcji kredytowej.

Wskazywano także, że w warunkach utrzymujących się silnie ograniczonych limitów na transakcje między bankami – dążąc do pozyskania lokat od sektora niefinansowego – banki od kilku miesięcy oferują relatywnie wysokie oprocentowanie depozytów, przekraczające znacząco oprocentowanie pożyczek na rynku międzybankowym. Zdaniem części członków Rady banki podejmują takie działania w celu zmiany struktury swoich bilansów w kierunku poprawy relacji między wartością udzielonych kredytów a wartością pozyskanych depozytów. Członkowie ci wskazywali również, że utrzymywaniu się relatywnie wysokich kosztów finansowania działalności banków towarzyszył spadek przychodów z tytułu wcześniej udzielonych kredytów, których oprocentowanie w dużej części oparte jest na zmiennej stopie WIBOR 3M.

Analizując kształtowanie się rynkowych stóp procentowych, wskazywano na wzrost stopy WIBOR 3M w ostatnim okresie, która dokonała się w warunkach utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Zwracano także uwagę, że stopa WIBOR 3M jest obecnie znacznie wyższa od oprocentowania operacji repo o tym samym terminie zapadalności. Zdaniem części członków Rady spadek przychodów banków z tytułu udzielonych kredytów w wyniku obniżek stóp na rynku międzybankowym i równoczesnego utrzymywania się wysokich kosztów pozyskiwania depozytów, skłania te podmioty do działań zmierzających w kierunku utrzymania stopy WIBOR 3M na podwyższonym poziomie przy jednoczesnym ograniczeniu transakcji między bankami.

Dyskutując na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym Polski, wskazywano na sygnały zahamowania tendencji spadkowych w gospodarce światowej. Jednocześnie podkreślano, że utrzymuje się duża niepewność dotycząca momentu i trwałości ewentualnego ożywienia na świecie. W tym kontekście zwracano uwagę na informacje sygnalizujące stabilizację aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, wskazując jednak równocześnie, że część danych napływających z gospodarki amerykańskiej w ostatnim okresie była gorsza od oczekiwań.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, oceniano, że ze względu na relatywnie mniejszą elastyczność rynków produktów i pracy recesja w Europie Zachodniej może trwać dłużej niż w Stanach Zjednoczonych. Podkreślano, że silny spadek PKB w gospodarkach strefy euro w I kw. br. może wskazywać, że obniżenie się aktywności gospodarczej w tym regionie w 2009 r. – mimo poprawy części wskaźników koniunktury w ostatnim okresie – będzie głębsze od oczekiwanego. Część członków Rady wskazywała również, że dobra koniunktura w gospodarkach Europy Zachodniej w ostatnich latach była związana w dużej mierze z boorem na rynkach nieruchomości oraz wysokim popytem na dobra inwestycyjne na świecie. Członkowie ci argumentowali, że w sytuacji załamania się tych rynków okres wychodzenia z recesji może być relatywnie długi zarówno w krajach, w których pękły bańki na rynkach nieruchomości, jak i w krajach gdzie nie występowały znaczące nierównowagi na tych rynkach, ale ich eksport w dużej mierze był uzależniony od wysokiego popytu w gospodarce światowej. Równocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że długotrwałe utrzymywanie się niskiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w gospodarkach Europy Zachodniej może prowadzić do spadku napływu inwestycji bezpośrednich do krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w tym do Polski, co będzie miało negatywny wpływ na wzrost wydajności pracy i tempo wzrostu gospodarczego w tym regionie.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, zwracano uwagę, że dostępne dane wskazują na możliwość utrzymania się dodatniego tempa wzrostu PKB w I kw. 2009 r. Jednocześnie oceniano, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB obniży się, na co wskazują dane makroekonomiczne za

kwiecień br. oraz kształtujące się na niskim poziomie – mimo pewnej poprawy w ostatnim okresie – wskaźniki koniunktury. Część członków Rady oceniała, że dynamika PKB w całym 2009 r. będzie prawdopodobnie dodatnia, choć istnieje ryzyko niewielkiego spadku PKB w bieżącym roku. Ponadto inni członkowie Rady oceniali, że gdyby recesja u głównych partnerów handlowych Polski okazała się długotrwała, ożywienie w polskiej gospodarce może wystąpić później niż się oczekuje, a tempo wzrostu może przez dłuższy okres kształtować się na relatywnie niskim poziomie.

Zdaniem części członków Rady czynnikami ograniczającymi spadek dynamiki PKB w kolejnych kwartałach mogą być – podobnie jak w I kw. br. – konsumpcja i eksport netto. Zwracano uwagę, że zmniejszenie się dynamiki konsumpcji następuje stopniowo ze względu na wciąż relatywnie wysoki wzrost płac, obniżkę stawek podatku dochodowego w 2009 r. oraz utrzymanie stosunkowo wysokiego przyrostu kredytu konsumpcyjnego. Z drugiej strony podkreślano, że w kierunku ograniczenia popytu konsumpcyjnego w przyszłości będą oddziaływać wzrost bezrobocia i oczekiwany spadek dynamiki wynagrodzeń oraz gorsze niż w ubiegłych latach – mimo nieznacznej poprawy w ostatnim okresie – nastroje konsumentów. Ponadto część członków Rady wskazywała na ryzyko spadku płac realnych w gospodarce, co mogłoby przyczynić się do głębszego ograniczenia konsumpcji.

Dyskutując na temat inwestycji w polskiej gospodarce, wskazywano, że w kierunku dalszego spadku inwestycji prywatnych będą oddziaływać niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie przy jednocześnie utrzymującej się nadwyżce zdolności produkcyjnych związanej z wysokimi inwestycjami w latach ubiegłych. Zwracano także uwagę, że do obniżenia się nakładów inwestycyjnych przyczynić będzie się również ograniczenie możliwości finansowania inwestycji prywatnych w Polsce w wyniku spadku napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, zmniejszenia akcji kredytowej oraz pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Z drugiej strony wskazywano, że spadek inwestycji w polskiej gospodarce może być ograniczany przez inwestycje współfinansowane ze środków Unii Europejskiej.

Analizując kształtowanie się bieżącej inflacji, zwracano uwagę, że inflacja w kwietniu br. była wyższa od oczekiwań i utrzymała się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Równocześnie wskazywano, że wzrost inflacji w tym miesiącu był związany ze wzrostem cen żywności, cen regulowanych oraz cen dóbr podlegających wymianie handlowej, do którego przyczyniła się wcześniejsza deprecjacja kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że kształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen, na które polityka pieniężna ma ograniczony wpływ, wskazuje, że presja inflacyjna w Polsce nie obniżyła się dotychczas znacząco.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę, że krótkookresowe prognozy NBP wskazują na spadek inflacji w kolejnych miesiącach poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali także, że struktura oczekiwań inflacyjnych nie pogorszyła się pomimo wzrostu bieżącej inflacji. Zdaniem tych członków Rady w średnim okresie w kierunku spadku inflacji powinno oddziaływać spowolnienie wzrostu gospodarczego i dalsze pogłębianie się ujemnej luki popytowej w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali również uwagę, że w początkowej fazie ożywienia w polskiej gospodarce presja inflacyjna nie powinna wzrosnąć znacząco ze względu na szybszy wzrost wydajności pracy niż wynagrodzeń, a w konsekwencji korzystne zmiany jednostkowych kosztów pracy.

Część członków Rady argumentowała również, że w warunkach utrzymywania się dużej, ujemnej luki popytowej inflacja w krajach Europy Zachodniej może przez dłuższy okres kształtować się na niskim poziomie, co – poprzez ceny importu – oddziaływać będzie w kierunku osłabienia presji inflacyjnej w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na ryzyko wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych w przypadku – prawdopodobnie wcześniejszego niż w Europie – ożywienia aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i

Chinach. Członkowie ci argumentowali, że utrzymaniu się relatywnie niskiego wzrostu w polskiej gospodarce w związku z przedłużającą się recesją u głównych partnerów handlowych Polski może wówczas towarzyszyć presja inflacyjna wynikająca ze wzrostu cen surowców na świecie.

Na posiedzeniu wskazywano także, że w kierunku wzrostu inflacji w średnim okresie oddziaływać może również ewentualny wzrost stawek podatków pośrednich i lokalnych oraz opłat i cen regulowanych przez samorządy, związany ze znacznym pogorszeniem sytuacji sektora finansów publicznych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na dużą niepewność dotyczącą przyszłej polityki podatkowej rządu oraz kształtowania się podatków, opłat i cen pozostających w gestii samorządów lokalnych.

Dyskutując na temat wpływu kursu walutowego na inflację, część członków Rady oceniała, że zmiany kursu złotego pozostają głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen. Członkowie ci argumentowali również, że – przy braku przełożenia wzrostu bieżącej inflacji na wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz zakładając stabilizację kursu walutowego w przyszłości – można oczekiwać, że wpływ deprecjacji kursu na inflację będzie stopniowo wygasał. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wpływ wcześniejszych zmian kursu walutowego na inflację może być silniejszy niż wcześniej oceniano.

Ponadto część członków Rady argumentowała, że ryzyko pogorszenia się perspektyw wzrostu w polskiej gospodarce w wyniku dłuższego od oczekiwań spowolnienia aktywności w strefie euro oraz spadek napływu inwestycji bezpośrednich mogą oddziaływać w kierunku deprecjacji kursu złotego w średnim okresie. Członkowie ci wskazywali także, że ryzyko deprecjacji kursu może wynikać z pogorszenia się sytuacji sektora finansów publicznych w Polsce. Pogarszanie się sytuacji fiskalnej zwiększa niepewność dotyczącą terminu włączenia złotego do mechanizmu kursowego ERM II.

Na posiedzeniu odnoszono się także do perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Wskazywano, że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce była w kwietniu br. o 0,7 pkt. proc. wyższa od wartości referencyjnej dla kryterium inflacyjnego oraz że różnica między tymi wskaźnikami istotnie się zwiększyła.

Członkowie Rady byli zgodni, że kształtowanie się bieżącej inflacji, niepewność dotycząca perspektyw ożywienia gospodarczego na świecie i w Polsce oraz niepewność dotycząca sytuacji finansów publicznych i jej wpływu na inflację uzasadniały pozostawienie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Część członków Rady wskazywała również, że za utrzymaniem stóp NBP na niezmiennym poziomie przemawia bardzo niski poziom realnych stóp procentowych. Większość członków Rady uznała, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw inflacji będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami czerwcowej projekcji inflacji i PKB. Ponadto Rada uznała, że silne ograniczenie akcji kredytowej uzasadnia obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej o 50 pkt. bazowych na bieżącym posiedzeniu.

Złożono wniosek o obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej o 50 pkt. bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 3%, jednocześnie pozostawiając stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna: 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 24 czerwca 2009 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 na świecie i w Polsce, polityce fiskalnej, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym i w sektorze bankowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle czerwcowej projekcji inflacji i PKB.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że spadek produkcji przemysłowej i bardzo niska dynamika produkcji budowlano-montażowej w maju br. potwierdzają utrzymywanie się niskiej aktywności w polskiej gospodarce. Część członków Rady wskazywała, że wiele wskaźników makroekonomicznych w ostatnim okresie, w tym dane na temat produkcji, była lepsza od oczekiwań, a część wskaźników koniunktury wskazuje obecnie na możliwość poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że pogarszające się wskaźniki koniunktury w handlu detalicznym mogą wskazywać na dalsze ograniczanie popytu konsumpcyjnego, do czego przyczynia się spadek realnego funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w świetle wstępnych ocen NBP inwestycje w polskiej gospodarce prawdopodobnie obniżyły się silnie w II kw. 2009 r. Członkowie ci podkreślali również, że czerwcowy projekcja NBP wskazuje na dalsze znaczące obniżanie się dynamiki PKB w najbliższych kwartałach. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce może być silniejsze niż przewiduje projekcja.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na kolejne sygnały poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz stabilizację sytuacji na światowych rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała jednak, że recesja w gospodarce światowej może trwać dłużej niż się obecnie oczekuje, a poprawa sytuacji na rynkach finansowych może mieć charakter przejściowy. Członkowie ci podkreślali, że dane makroekonomiczne nie wskazują jednoznacznie na odwrócenie spadkowej tendencji wzrostu w Stanach Zjednoczonych. Zdaniem tych członków Rady ożywienie w amerykańskiej gospodarce będzie prawdopodobnie następowało powoli, co może opóźnić wyjście z recesji strefy euro i innych gospodarek rozwiniętych. Członkowie ci zwracali uwagę, że w 2009 r. nadal oczekuje się silnego obniżenia aktywności gospodarczej w strefie euro, a część prognoz wskazuje na ryzyko spadku PKB w tym regionie także w 2010 r.

Analizując sytuację sektora finansów publicznych, wskazywano na niską dynamikę dochodów budżetowych, w tym na znaczący spadek dochodów podatkowych, w pierwszych pięciu miesiącach 2009 r., co przy utrzymującym się wysokim wzroście wydatków doprowadziło do szybkiego zwiększenia się deficytu budżetowego. Część członków Rady zwracała uwagę, że w celu ograniczenia spadku dochodów podatkowych w bieżącym roku rząd będzie dążył do zwiększenia dochodów niepodatkowych, w tym wpływów z tytułu dywidend od spółek z udziałem Skarbu Państwa, co w warunkach utrudnionego dostępu do kredytu może oddziaływać w kierunku dodatkowego zmniejszenia wydatków inwestycyjnych tych przedsiębiorstw. Jednocześnie członkowie ci oceniali, że – mimo ewentualnego zwiększenia wpływów z tytułu dywidend – spadek dochodów budżetu państwa w 2009 r. będzie prawdopodobnie większy od skali zapowiadanego przez rząd zwiększenia planowanego deficytu, co wskazywałoby na konieczność ograniczenia części wydatków. Członkowie ci podkreślali, że ogłaszane wcześniej przez rząd, a także ewentualne dalsze obniżenie wydatków budżetowych będzie oddziaływać w kierunku spadku popytu krajowego. W tym samym kierunku może oddziaływać również ewentualna

podwyżka podatków w 2010 r. Zwracano przy tym uwagę, że niepewność dotycząca skali rzeczywistego zmniejszenia wydatków oraz obszarów, których mogłoby ono dotyczyć, w tym niepewność wynikająca z przesunięcia części wydatków z budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych, utrudnia ocenę wpływu zmian polityki fiskalnej na perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego.

Oceniając wpływ zmian sytuacji sektora finansów publicznych i polityki fiskalnej na inflację, wskazywano na ryzyko wzrostu inflacji w wyniku ewentualnych podwyżek cen regulowanych oraz podatków pośrednich w 2010 r. Część członków Rady oceniała, że wzrost stawek akcyzy i VAT może oddziaływać w kierunku utrzymania się podwyższonego wskaźnika CPI w 2010 r. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że ewentualne podwyżki podatków, a także zapowiadane przez rząd ograniczenia wydatków budżetowych będą oddziaływać w kierunku spadku popytu krajowego i w konsekwencji presji inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali również, że wzrost deficytu budżetowego wynika przede wszystkim z pogorszenia koniunktury, a nie zmniejszenia restrykcyjności polityki fiskalnej.

Analizując zmiany bieżącej inflacji, wskazywano, że w maju br. inflacja obniżyła się do 3,6%, pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego określonej na poziomie 3,5%. Zwracano uwagę, że do spadku inflacji w maju br. przyczynił się ujemny efekt bazy związany z silnym wzrostem cen gazu i energii w analogicznym miesiącu ubiegłego roku. Część członków Rady wskazywała, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach bieżącego roku było wyższe od średniej z ostatnich ośmiu lat, co poprzez efekt bazy może oddziaływać w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji na początku 2010 r. Członkowie ci zwracali jednocześnie uwagę, że w 2009 r. inflacja może utrzymać się na podwyższonym poziomie, do czego przyczyni się między innymi dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw w II połowie 2008 r.

Omawiając kształtowanie się bieżącej inflacji, część członków Rady zwracała również uwagę, że utrzymywanie się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego związane jest przede wszystkim z dokonanymi wcześniej podwyżkami cen regulowanych oraz wzrostem cen żywności nieprzetworzonej. Inni członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wzrostu inflacji oddziałuje także – i prawdopodobnie będzie nadal oddziaływał – inercyjny charakter procesów inflacyjnych. Ponadto oceniali oni, że – mimo osłabienia presji inflacyjnej – w niektórych obszarach gospodarki nadal utrzymuje się presja popytowa, o czym świadczy między innymi wzrost cen usług rynkowych.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kształtowania się inflacji HICP w Polsce. Część członków Rady zwracała uwagę, że różnica między dwunastomiesięczną średnią ruchomą inflacją HICP w Polsce a wartością referencyjną dla kryterium stabilności cen zwiększyła się w maju br. do 1,0 pkt. proc. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że inflacja w Polsce jest wyższa niż w krajach Europy Zachodniej przede wszystkim ze względu na znaczące podwyżki cen regulowanych, pozostające poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Na różnicę w poziomach inflacji może wpływać również wcześniejsza deprecjacja kursu złotego oraz mniejsza skala osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, zwracano uwagę na prognozowane znaczące obniżenie inflacji w horyzoncie projekcji. Część członków Rady wskazywała jednak, że sytuacja na części terminowych rynków surowców i żywności wskazuje na ryzyko utrzymania się wzrostowej tendencji cen tych towarów, co może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce. Ponadto do ograniczenia spadku inflacji w dłuższym okresie będą się przyczyniać zmiany strukturalne w polskiej gospodarce prowadzące do wzrostu popytu na usługi rynkowe. Członkowie ci zwracali również uwagę, że zgodnie z projekcją w latach 2010-2011 wskaźnik inflacji CPI ma być niższy od wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, co nie było obserwowane od 2003 r.

Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że czerwcowy projekcja NBP wskazuje na znaczące pogłębienie się ujemnej luki popytowej prowadzące do silnego osłabienia presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że w średnim okresie inflacja może kształtować się poniżej centralnej ścieżki projekcji ze względu na ryzyko niższego niż przyjęto w projekcji tempa wzrostu gospodarczego za granicą. Zwracali oni także uwagę, że ze względu na stosunkowo powolne dostosowanie zatrudnienia w pierwszej fazie spadku koniunktury jego dynamika, a w konsekwencji także dynamika jednostkowych kosztów pracy, mogą być w dłuższym horyzoncie niższe niż w projekcji. Członkowie ci oceniali również, że w warunkach niskiego popytu wpływ wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację może być stosunkowo słaby. Ponadto zdaniem tych członków Rady kurs złotego jest obecnie znacząco słabszy od kursu równowagi średniookresowej, co wskazuje, że może się kształtować na silniejszym poziomie niż uwzględniono w projekcji.

Analizując kształtowanie się kursu złotego, wskazywano na jego względną stabilizację w ostatnich miesiącach. Z drugiej strony zwracano jednak uwagę, że w maju i czerwcu br. kurs złotego się osłabił. Podkreślano, że wpływ na zmiany kursu złotego mają obecnie głównie czynniki o charakterze regionalnym, w szczególności niekorzystna sytuacja makroekonomiczna w niektórych krajach regionu Europy Środkowej i Wschodniej. Jednocześnie wskazywano na niepewność dotyczącą wpływu pogorszenia sytuacji fiskalnej oraz zmieniających się perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce na kurs złotego. Z drugiej strony część członków Rady oceniała, że ryzyko deprecjacji złotego obniżyło się znacząco w związku z poprawą nastrojów na globalnych rynkach finansowych, a także, że jest ono ograniczane przez relatywnie mocne fundamenty polskiej gospodarki.

Omawiając wpływ zmian kursu złotego na gospodarkę, wskazywano, że wcześniejsza deprecjacja kursu przyczyniła się do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie. Część członków Rady oceniała jednak, że w warunkach niskiego popytu wpływ deprecjacji złotego na inflację będzie się stopniowo zmniejszać. Członkowie ci podkreślali, że obecny poziom kursu złotego zwiększa konkurencyjność polskich produktów na rynkach zagranicznych i na rynku krajowym, co znajduje odzwierciedlenie w poprawie salda na rachunku obrotów bieżących oraz ogranicza spadek produkcji krajowej.

Dyskutując na temat stóp procentowych w kraju i za granicą, wskazywano, że w obecnych warunkach dysparytet stóp procentowych między Polską a strefą euro ma ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w przypadku dalszego spadku awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych obecny dysparytet mógłby przyczynić się do napływu krótkoterminowego kapitału do Polski. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że ryzyko to jest ograniczane przez nadal wysoki poziom premii za ryzyko w odniesieniu do gospodarek wschodzących. W opinii tych członków Rady obecny dysparytet jest zgodny z wyższym w porównaniu ze strefą euro poziomem naturalnej stopy procentowej oraz korzystniejszą sytuacją gospodarczą w Polsce. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę, że realne stopy procentowe ex post (deflowane bieżącą inflacją) w Polsce kształtują się na poziomie niższym niż w strefie euro.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, wskazywano na dalszy silny spadek dynamiki kredytu dla sektora prywatnego. Część członków Rady zwracała uwagę na rosnące ryzyko kredytowe zarówno w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali, że znaczące zwiększenie akcji kredytowej może nastąpić dopiero w sytuacji istotnego zmniejszenia się obaw banków o jakość ich portfeli kredytowych. Ponadto zwracali oni uwagę, że w kierunku ograniczenia akcji kredytowej oddziałuje wysoka preferencja płynności związana z dążeniem banków do poprawy struktury swoich bilansów poprzez zwiększenie udziału aktywów płynnych. Inni członkowie Rady podkreślali, że zwiększeniu akcji kredytowej sprzyjałoby wzmocnienie bazy kapitałowej banków. W tym kontekście oceniali oni, że ewentual-

na wypłatę dywidendy przez PKO BP będzie prawdopodobnie prowadzić do ograniczenia podaży kredytu przez ten bank. Ponadto członkowie ci wskazywali, że w sytuacji, gdyby inne banki również zdecydowały się na wypłatę dywidendy, mogłoby wzrosnąć ryzyko dla stabilności systemu finansowego.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że oczekiwane w czerwcowej projekcji znaczące obniżenie inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, a także dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce, ryzyko utrzymywania się przez dłuższy okres niskiej aktywności gospodarczej na świecie oraz relatywnie wysoka restrykcyjność polityki fiskalnej przemawiają za obniżeniem stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Zdaniem innych członków Rady niski poziom realnych stóp procentowych, utrzymująca się na podwyższonym poziomie bieżąca inflacja oraz niepewność dotycząca perspektyw inflacji w Polsce w świetle rosnących cen surowców na rynkach światowych i utrzymującej się znacznej zmienności kursu złotego, jak również ryzyka związane z przyszłym kształtem polityki fiskalnej uzasadniały utrzymanie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, a stopa redyskonta weksli 3,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 lipca 2009 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 na świecie i w Polsce, średniookresowych perspektywach inflacji, polityce fiskalnej oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom globalnego wzrostu gospodarczego, wskazując przy tym na znaczną niepewność co do kształtowania się aktywności w gospodarce światowej zarówno w najbliższym okresie, jak i w dalszej perspektywie. Zwracano uwagę, że w świetle części danych, w tym zwłaszcza dotyczących gospodarek Stanów Zjednoczonych oraz Chin, w II kw. 2009 r. tendencje recesyjne w gospodarce światowej mogły ulec zahamowaniu, co jest w istotnym stopniu związane z realizowanymi w wielu krajach programami stymulacji fiskalnej i monetarnej. Część członków Rady oceniała, że programy te mogą się przyczynić do ożywienia światowej koniunktury w 2010 r. Argumentowali oni, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Chinach może wpłynąć na wzrost aktywności w innych gospodarkach azjatyckich oraz – poprzez zwiększenie wymiany handlowej, w tym wzrost popytu tych krajów na importowane dobra inwestycyjne – na ożywienie gospodarcze także w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Inni członkowie Rady byli zdania, że napływające informacje nie są jednoznaczne, a na podstawie danych sygnalizujących silny wzrost oszczędności i spadek konsumpcji gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych oraz dalsze pogorszenie się sytuacji na rynku pracy w strefie euro w II kw. br., trudno oczekiwać wyraźnego wzrostu aktywności gospodarczej na świecie w najbliższym okresie. Ponadto argumentowali oni, że wraz z zakończeniem wprowadzanych w Stanach Zjednoczonych i wielu innych krajach programów stymulacyjnych, aktywność w tych gospodarkach może ulec ponownemu obniżeniu, do czego mogą się przyczyniać zmniejszane, w celu ograniczenia deficytów budżetowych, wydatki rządowe oraz ograniczane wydatki zadłużonych gospodarstw domowych.

Odnosząc się do długofalowych perspektyw światowego wzrostu gospodarczego, część członków Rady argumentowała, że globalny kryzys finansowy może negatywnie wpłynąć na tempo wzrostu potencjalnego PKB w wielu krajach. Złożyć się na to może: silny spadek światowej wymiany handlowej oraz międzynarodowych przepływów kapitałowych, w szczególności bezpośrednich inwestycji zagranicznych, załamanie się części sektora finansowego i związane z tym zmniejszenie dostępu podmiotów gospodarczych do kredytu, a także relatywnie trwałe wzrost bezrobocia. Zdaniem tych członków Rady, wysoki poziom niepewności co do wpływu kryzysu finansowego na gospodarkę w dłuższym okresie, znacząco utrudnia ocenę przyszłego tempa wzrostu gospodarczego i presji inflacyjnej na świecie i w Polsce, zwłaszcza przy pomocy – bazujących na historycznych danych – modeli ekonometrycznych.

Odnosząc się do sytuacji w krajowej gospodarce, wskazywano, że w ostatnim okresie pojawiły się pewne pozytywne sygnały dotyczące aktywności gospodarczej. Oceniano, że na wyhamowanie tendencji recesyjnych w Polsce może wskazywać zmniejszenie tempa spadku produkcji przemysłowej, wzrost niektórych wskaźników nastrojów przedsiębiorców, a także to, że część danych za czerwiec okazała się lepsza od oczekiwań. Część członków Rady oceniała, że dynamika PKB w II kw. br. mogła być dodatnia i nieco wyższa niż przewidywano w czerwcowej projekcji, co zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania dodatniego tempa wzrostu PKB w całym 2009 r.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w świetle czerwcowej projekcji NBP tempo wzrostu PKB będzie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej niższe od tempa wzrostu produktu potencjalnego. Członkowie ci oceniali, że w nadchodzącym okresie utrzyma się negatywny wpływ recesji w otoczeniu zewnętrznym na aktywność w polskiej gospodarce, w szczególności niski popyt na polskie produkty eksportowe i spadek bezpośrednich inwestycji zagranicznych, który oddziałuje w kierunku zmniejszenia wydajności pracy. Zwracali oni uwagę, że wzrost bezrobocia, obniżająca się dynamika realnych wynagrodzeń oraz obserwowany do I kw. 2009 r. spadek wartości aktywów gospodarstw domowych będą się przyczyniać do dalszego ograniczenia popytu konsumpcyjnego w nadchodzących kwartałach. Argumentowali także, że perspektywy wzrostu inwestycji w sektorze przedsiębiorstw pozostają niekorzystne m.in. ze względu na pesymistyczne – mimo pewnej poprawy – nastroje przedsiębiorców, utrudniony dostęp do kredytu i możliwe dalsze zaostrzenie polityki kredytowej banków, a także pogarszające się wyniki finansowe firm. W ocenie niektórych członków Rady tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może kształtować się poniżej centralnej ścieżki czerwcowej projekcji NBP m.in. ze względu na możliwą niższą niż przyjęto w projekcji aktywność w otoczeniu zewnętrznym, słabszą niż to wynika z projekcji dynamikę inwestycji w związku z niekorzystnymi nastrojami przedsiębiorców oraz silniejszy wzrost bezrobocia i związany z tym spadek dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Członkowie ci argumentowali także, że obserwowane w ostatnim okresie umocnienie złotego będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia eksportu netto, a w konsekwencji spadku tempa wzrostu PKB.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również polityka fiskalna i jej wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywano, że w świetle przyjętego przez Sejm projektu nowelizacji *Ustawy budżetowej na rok 2009* spadek dochodów podatkowych w 2009 r. będzie istotnie większy od skali założonego wzrostu deficytu budżetu państwa. Zdaniem części członków Rady, w warunkach utrzymującego się deficytu strukturalnego sektora finansów publicznych, część ubytku dochodów podatkowych będzie rekompensowana przez doraźne działania mające na celu zwiększenie dochodów niepodatkowych albo zmniejszenie lub przesunięcie w czasie wydatków budżetowych. W ocenie tych członków Rady, działania takie przyczynią się do jednorazowego ograniczenia deficytu budżetu państwa w 2009 r. i jednocześnie do jego zwiększenia w latach kolejnych. Stwarza to ryzyko przekroczenia przez państwowy dług publiczny przewidzianych w *Ustawie o finansach publicznych* tzw. progów ostrożnościowych oraz limitu określonego w Konstytucji, co skutkowałoby koniecznością silnego zacieśnienia polityki fiskalnej i oddzia-

ływałoby procyklicznie w kierunku obniżenia popytu krajowego i tempa wzrostu PKB. Ponadto, w ocenie tych członków Rady, zakładane w omawianym projekcie przesunięcie części wydatków budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych prowadzi do zmniejszenia przejrzystości finansów publicznych i zwiększenia niepewności co do rzeczywistej skali nierównowagi fiskalnej w Polsce. W tym kontekście podkreślano potrzebę przeprowadzenia w Polsce w dłuższym okresie reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, które sprzyjałyby trwałemu zwiększeniu tempa wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat bieżącej inflacji, wskazywano, że w czerwcu br. inflacja CPI obniżyła się do poziomu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (tj. 3,5%), na co wpłynął przede wszystkim silniejszy niż rok wcześniej sezonowy spadek dynamiki cen żywności oraz wynikające głównie z efektu bazy obniżenie dynamiki cen nośników energii. Część członków Rady zwracała uwagę, że w czerwcu obniżyła się także inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, która w całym II kw. br. okazała się nieznacznie niższa niż prognozowano w czerwcowej projekcji inflacji. Inni członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich kwartałach inflacja bazowa utrzymywała się na podwyższonym poziomie i nie uległa wyraźnemu obniżeniu mimo silnego spadku tempa wzrostu gospodarczego, co wskazuje na inercyjny charakter procesów inflacyjnych. W szczególności ceny części usług rynkowych w ostatnich miesiącach nadal rosły, co zdaniem tych członków Rady może świadczyć o utrzymywaniu się presji popytowej w niektórych segmentach gospodarki. Ponadto członkowie ci wskazywali, że mimo obniżenia w czerwcu, w całym II kw. inflacja CPI okazała się wyraźnie wyższa niż w czerwcowej projekcji. W tym kontekście wskazywano, że realne stopy procentowe ex post (deflowane bieżącą inflacją) w Polsce kształtują się na poziomie bliskim zera.

Analizując średniookresowe perspektywy inflacji, część członków Rady oceniała, że – zgodnie z czerwcową projekcją – inflacja w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej obniży się poniżej celu inflacyjnego, do czego przyczyni się ujemna luka popytowa oraz spadek presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że inflacja w średnim okresie może być niższa niż to przewiduje centralna ścieżka projekcji ze względu na niższe tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy, co mogłoby wynikać z głębszego niż uwzględniono w projekcji spadku dynamiki wynagrodzeń. Ponadto w warunkach niskiego popytu wpływ wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację może być ograniczony. Wśród czynników, które mogą oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji w nadchodzącym okresie wymieniano także obserwowane w ostatnich miesiącach istotne umocnienie kursu złotego.

Inni członkowie Rady oceniali, że inflacja w nadchodzących kwartałach może ukształtować się powyżej centralnej ścieżki projekcji m.in. ze względu na ryzyko wzrostu cen surowców i żywności powyżej poziomów uwzględnionych w projekcji, a także utrzymujący się wysoki popyt na niektóre usługi, wynikający ze zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce i skutkujący wzrostem cen tych usług. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że zgodnie z czerwcową projekcją wskaźnik inflacji CPI ma być w latach 2010-2011 niższy od wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, co nie było obserwowane od 2003 r. Argumentowali również, że w związku z trudną sytuacją dochodową sektora finansów publicznych w nadchodzącym okresie mogą nastąpić kolejne podwyżki cen administrowanych, co opóźniałoby spadek inflacji. Z drugiej strony podkreślali oni jednak, że podwyższony poziom inflacji w nadchodzącym okresie będzie wynikać w znacznej mierze z dokonanych wcześniej oraz możliwych dalszych podwyżek cen administrowanych, a jedynie w niewielkim stopniu z utrzymywania się presji popytowej.

Rada omawiała sytuację na rynku kredytowym i kształtowanie się rynkowych stóp procentowych w Polsce. Wskazywano, że mimo dokonanych obniżek stóp procentowych NBP w czerwcu br. wzrosło oprocentowanie części nowoudzielonych kredytów, co przy jednoczesnym obniżeniu oprocentowania części nowych umów depozytowych wskazuje na wzrost marż odsetkowych

banków. Zdaniem części członków Rady, brak odpowiedniego przełożenia zmiany stopy referencyjnej na stopę oprocentowania nowych kredytów stanowi argument przemawiający przeciwko dalszym obniżkom stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że dokonane obniżki stóp procentowych NBP przyczyniły się w dłuższej perspektywie do obniżenia oprocentowania kredytów, a ograniczenie akcji kredytowej i wzrost marż odsetkowych są związane z rosnącym ryzykiem kredytowym, szczególnie w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw. Rada analizowała także wpływ stóp procentowych NBP na długoterminowe stopy procentowe.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że niepewność dotycząca perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce uzasadnia pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że wobec niskiego poziomu realnych stóp procentowych, utrzymującej się na podwyższonym poziomie bieżącej inflacji oraz zrównoważonego ich zdaniem prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie, stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie również w kolejnych miesiącach. Inni członkowie Rady oceniali, że inflacja w średnim okresie spadnie poniżej celu inflacyjnego NBP, co w połączeniu z ryzykiem silniejszego od oczekiwań obniżenia tempa wzrostu gospodarczego może uzasadniać kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości. Na posiedzeniu przeważało stanowisko, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 26 sierpnia 2009 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 na świecie i w Polsce, średniookresowych perspektywach inflacji, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki zwracano uwagę, że dane dotyczące Stanów Zjednoczonych i strefy euro, w tym dane o PKB w II kw. 2009 r., wskazują na wyhamowanie zjawisk recesyjnych w tych gospodarkach. W szczególności podkreślano, że PKB w ujęciu kwartalnym wzrósł w Niemczech i Francji, tj. krajach będących najważniejszymi odbiorcami polskiego eksportu. Wskazywano, że do wzrostu PKB mógł przyczynić się rosnący popyt na eksport tych krajów ze strony gospodarki chińskiej, związany z działaniem pakietu fiskalnego wspierającego inwestycje sektora publicznego w Chinach. Zwracano uwagę, że od lipcowego posiedzenia Rady nastąpiła również dalsza poprawa większości wskaźników koniunktury oraz nieznacznie podwyższono prognozy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych i strefie euro na 2010 r.

Równocześnie podkreślano jednak, że aktywność gospodarcza na świecie nadal kształtuje się na niskim poziomie i obecnie trudno ocenić na ile trwale okaże się wyhamowanie tendencji recesyjnych i jaka będzie skala ewentualnego ożywienia. Znaczna niepewność co do perspektyw gospodarki światowej związana jest przede wszystkim z wygasaniem w przyszłym roku pakietów stymulacyjnych, które obecnie w istotny sposób przyczyniają się do osłabienia recesji w największych gospodarkach. Niekorzystna sytuacja na rynku pracy, silny wzrost oszczędności i spadek

konsumpcji w Stanach Zjednoczonych oraz dalsze pogarszanie się sytuacji na rynku pracy w strefie euro wskazują także, że pakiety stymulacyjne mogą mieć ograniczony wpływ na ożywienie popytu prywatnego. Ważnym uwarunkowaniem globalnego wzrostu gospodarczego będzie również kształtowanie się wzrostu PKB w Chinach. Ocena perspektyw wzrostu gospodarczego jest dodatkowo utrudniana przez utrzymujące się problemy sektora bankowego.

Część członków Rady argumentowała, że wymienione czynniki mogą spowodować, że po okresie przejściowego ożywienia koniunktury związanego bezpośrednio z działaniem pakietów stymulacyjnych, nastąpi ponowne osłabienie tempa wzrostu w gospodarce światowej. W szczególności, członkowie ci argumentowali, że spodziewane ożywienie w strefie euro może nie być trwałe. W tym kontekście wskazywali oni, że mimo pewnej poprawy sytuacji na rynkach finansowych, większość banków komercyjnych działających w strefie euro nadal zacieśnia politykę kredytową. Inni członkowie Rady oceniali, że mimo utrzymującej się znacznej niepewności, napływające informacje wskazują na poprawę perspektyw wzrostu gospodarki światowej, co może sugerować, że światowa recesja okaże się łagodniejsza niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci wskazywali ponadto, że rosnąca rola krajów azjatyckich w gospodarce światowej może przyczynić się do ożywienia koniunktury w strefie euro mimo słabego popytu wewnętrznego w tej gospodarce.

Analizując procesy inflacyjne za granicą zwracano uwagę, że mimo wzrostu cen surowców, pogłębił się spadek ogólnego poziomu cen w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, przy jednoczesnym dalszym obniżeniu się dodatnich wskaźników inflacji bazowej. Część członków Rady argumentowała, że tendencje te wskazują, iż ewentualne zagrożenia inflacyjne na świecie mają prawdopodobnie raczej charakter długookresowy i w najbliższych kwartałach nie należy oczekiwać, aby główne banki centralne rozpoczęły zaostrzanie polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków Rady, utrzymująca się presja na spadek cen w gospodarce światowej wpłynie poprzez ceny importu na ograniczenie inflacji w Polsce. Inni członkowie Rady wskazywali, że ze względu na bezprecedensową skalę działań stymulacyjnych w największych gospodarkach bardzo duże znaczenie dla trwałego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i w konsekwencji dla ustabilizowania inflacji na niskim poziomie będzie miała wiarygodność tzw. strategii wyjścia z ekspansywnej polityki makroekonomicznej.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że dane dotyczące krajowej koniunktury nie są jednoznaczne. Z jednej strony, dalszy spadek polskiego eksportu i utrzymanie się ujemnej rocznej dynamiki produkcji przemysłowej (w tym produkcji dóbr zaopatrzeniowych i inwestycyjnych), pogłębienie się spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, wzrost stopy bezrobocia i dalsze ograniczenie akcji kredytowej wskazują na utrzymywanie się niskiej aktywności w polskiej gospodarce. Z drugiej strony, wzrosła większość wskaźników koniunktury, co może sygnalizować poprawę sytuacji gospodarczej w kolejnych miesiącach.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego zwracano uwagę, że zależą one w znacznym stopniu od stanu koniunktury za granicą i związanego z nią popytu zewnętrznego na polskie produkty. Wskazywano, że czynnikami wspierającymi wzrost gospodarczy w Polsce jest utrzymujący się, choć niższy niż w poprzednich kwartałach, wzrost konsumpcji oraz dodatni wkład eksportu netto związany zarówno z poprawą cenowej konkurencyjności produkcji krajowej względem importu wynikającą z deprecjacji złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r., jak również z działaniem pakietów stymulacyjnych w głównych światowych gospodarkach. W tym kontekście argumentowano, że czynnikami niepewności dla wzrostu PKB w Polsce są trwałość wyhamowania tendencji recesyjnych u głównych partnerów handlowych Polski oraz kształtowanie się kursu walutowego. Część członków Rady wskazywała, że obserwowana w ostatnich miesiącach aprecjacja złotego, poprzez obniżenie konkurencyjności cenowej polskich produktów, może przyczynić się do zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB i oddziaływać w kierunku wydłużenia okresu spowolnienia w polskiej gospodarce. Członkowie ci argumentowali,

że w tym samym kierunku może oddziaływać pogarszanie się sytuacji na rynku pracy, w tym obniżanie się realnego funduszu płac, które może przełożyć się na ograniczenie popytu konsumpcyjnego. Wskazywano, że czynnikiem, który negatywnie wpływa na perspektywy wzrostu PKB jest również ograniczenie podaży kredytów przez banki.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu było również kształtowanie się bieżącej i oczekiwanej inflacji. Wskazywano, że do wzrostu inflacji w lipcu br. do 3,6%, tj. powyżej celu inflacyjnego NBP wynoszącego 2,5%, a także nieznacznie powyżej górnej granicy odchyień od celu określonej na poziomie 3,5%, przyczynił się przede wszystkim silny wzrost cen wyrobów tytoniowych wynikający ze zmian stawek podatku akcyzowego oraz dalszy wzrost cen paliw. Część członków Rady argumentowała, że mimo iż w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie – na co złożą się głównie relatywnie wysoka roczna dynamika cen żywności oraz cen regulowanych – dostępne prognozy wskazują na jej spadek w II poł. 2010 r., do czego powinna przyczynić się ujemna luka popytowa związana z wciąż słabym popytem zewnętrznym i wewnętrznym, utrzymująca się niska presja płacowa, a także dotychczasowa aprecjacja złotego.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że inflacja CPI w Polsce charakteryzuje się relatywnie dużą inercją, a biorąc pod uwagę wyniki kolejnych projekcji, horyzont powrotu inflacji do celu wydłuża się, co nie sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci wskazywali, że zgodnie z czerwcową projekcją wskaźnik inflacji CPI ma być w latach 2010-2011 niższy od wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, co nie było obserwowane od 2003 r. Część członków Rady argumentowała ponadto, że obniżenie się tempa wzrostu produktu potencjalnego w połączeniu z poprawą perspektyw wzrostu gospodarczego może spowodować, że domknięcie się ujemnej luki popytowej nastąpi wcześniej niż oczekiwano. Zwracano także uwagę, że obecnie zarówno inflacja, jak i dynamika PKB w Polsce są istotnie wyższe niż w większości krajów Unii Europejskiej.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu walutowego, zwracając uwagę na jego umocnienie w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała, że poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych, relatywnie korzystna sytuacja gospodarcza w Polsce na tle pozostałych krajów UE oraz dostęp do elastycznej linii kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego zmniejszają ryzyko silnej deprecjacji złotego. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymującą się podwyższoną zmienność kursu złotego.

Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem wpływającym na kurs złotego może być utrzymujący się dysparytet nominalnych stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi sprzyjający – zwłaszcza w warunkach stabilizowania się sytuacji na rynkach finansowych – napływowi kapitału, co jest odzwierciedlone we wzroście udziału inwestorów zagranicznych w rynku polskich skarbowych papierów wartościowych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że dla perspektyw napływu kapitału do krajów Europy Środkowej i Wschodniej większe znaczenie ma nastawienie inwestorów zagranicznych do tego regionu oraz dysparytet w ujęciu realnym, który jest znacznie mniejszy niż w ujęciu nominalnym.

Odnosząc się do sytuacji w sektorze bankowym, wskazywano – z jednej strony – na dalsze ograniczenie akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, a z drugiej – na utrzymywanie się na stabilnym poziomie przyrostu kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na podwyższenie przez banki marż, co powoduje, że obniżenie kosztu nowych kredytów jest mniejsze niż skala dotychczasowych obniżek stóp procentowych NBP. Zdaniem tych członków Rady, w polityce pieniężnej należy uwzględnić zmiany marż wynikające z cyklu koniunkturalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że w obecnej sytuacji działanie kanału kredytowego jest ograniczone, co oznacza, że ewentualne dalsze obniżki stóp procentowych miałyby niewielki efekt podaży dla rozwoju akcji kredytowej.

Analizując sytuację w sektorze bankowym Rada dyskutowała również o bankach spółdzielczych. Zwracano uwagę na duże lokalne znaczenie tych instytucji m.in. ze względu na oferowane przez nie preferencyjne kredyty na inwestycje i rozwój gospodarstw rolnych oraz zaangażowanie w finansowanie samorządów. Wskazywano, że banki spółdzielcze charakteryzują się nadwyżką depozytów nad kredytami i niższym niż banki komercyjne udziałem kredytów zagrożonych w portfelu kredytów, co sprawia, że banki te dysponują dużym potencjałem dla rozwoju akcji kredytowej. Zdaniem części członków Rady, zwiększenie akcji kredytowej przez banki spółdzielcze wymaga jednak podjęcia działań mających na celu zwiększenie funduszy własnych tego sektora.

Dyskutując o stopach procentowych niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realne stopy ex ante, tj. deflowane oczekiwaną inflacją pozostają dodatnie, co w połączeniu z utrzymaniem się ujemnej luki popytowej może uzasadniać dalsze obniżanie stóp NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że w sytuacji dużej niepewności towarzyszącej prognozom inflacji i jednocześnie jej wysokiej uporczywości, podmioty przy podejmowaniu decyzji w większym stopniu mogą brać pod uwagę realne stopy procentowe ex post tj. deflowane bieżącą inflacją, które są obecnie bliskie zera i można oczekiwać, że również w najbliższych miesiącach będą kształtowały się na bardzo niskim poziomie.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że niepewność dotycząca perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce uzasadnia pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że ryzyko długotrwałego utrzymywania się niskiego tempa wzrostu gospodarczego w połączeniu z prognozowanym znacznym obniżeniem się inflacji w 2010 r. może uzasadniać kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości. Ponadto argumentowano, że przewidywany wzrost deficytu sektora finansów publicznych będzie głównie efektem działania automatycznych stabilizatorów koniunktury, a nie antycyklicznych działań w polityce fiskalnej, co – zdaniem tych członków Rady – nie ogranicza możliwości dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że napływające dane wskazują, iż recesja w gospodarce światowej oraz spowolnienie wzrostu w Polsce mogą okazać się łagodniejsze niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci argumentowali, że oznaki poprawy koniunktury uzasadniają ocenę, iż prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie są zbliżone, a stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie również w najbliższych miesiącach.

Na posiedzeniu przeważało stanowisko, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 30 września 2009 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 na świecie i w Polsce, średniookresowych perspektywach inflacji, polityce fiskalnej oraz sytuacji w sektorze bankowym.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Podkreślano, że dane dotyczące Stanów Zjednoczonych, w tym wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, poprawa sytuacji na rynku nieruchomości oraz dalszy wzrost wskaźników koniunktury, sygnalizują ożywienie aktywności w tej gospodarce. Odnosząc się do sytuacji w strefie euro zwracano uwagę, że mimo poprawy wskaźników koniunktury, dane dotyczące sfery realnej wskazują, że ożywienie w strefie euro nastąpi prawdopodobnie z pewnym opóźnieniem w stosunku do gospodarki amerykańskiej.

Część członków Rady argumentowała, że czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia w gospodarce światowej pozostaje wzrost bezrobocia w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. W tym kontekście zwracano uwagę na niekorzystne perspektywy ożywienia konsumpcji prywatnej w warunkach pogarszającej się sytuacji na rynku pracy w tych gospodarkach oraz oczekiwanego wygasania pod koniec 2010 r. fiskalnych pakietów stymulacyjnych i możliwości rozpoczęcia przez banki centralne realizacji tzw. strategii wyjścia z ekspansywnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali, że dodatkowymi czynnikami wpływającymi negatywnie na perspektywy konsumpcji w Stanach Zjednoczonych są wzrost oszczędności gospodarstw domowych oraz ograniczenie możliwości zaciągania kredytów hipotecznych przez sektor prywatny w związku ze znacznym spadkiem cen nieruchomości na rynku amerykańskim, który zapoczątkował kryzys w sektorze bankowym. Z kolei omawiając sytuację w strefie euro, członkowie ci podkreślali, że do wyhamowania zjawisk recesyjnych w tej gospodarce w II kw. 2009 r. prawdopodobnie w istotnym stopniu przyczynił się wzrost importu dóbr inwestycyjnych ze strony Chin. Zdaniem tych członków Rady, możliwe osłabienie popytu zewnętrznego po wygaśnięciu pakietu stymulacyjnego w gospodarce chińskiej jest źródłem ryzyka dla trwałości ożywienia w strefie euro.

Odnosząc się do perspektyw światowego wzrostu gospodarczego część członków Rady wskazywała, że choć konsumpcja prywatna w Stanach Zjednoczonych i strefie euro może okazać się słaba, to wzrost popytu ze strony największych gospodarek wschodzących, w których dokonuje się proces realnej konwergencji i które charakteryzują się istotnie wyższym tempem wzrostu PKB niż kraje rozwinięte, przełoży się na trwałe ożywienie aktywności w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Członkowie ci argumentowali ponadto, że ożywieniu aktywności zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i strefie euro będzie sprzyjał stopniowy wzrost wydajności pracy, którego można oczekiwać biorąc pod uwagę, że źródłem kryzysu w obu gospodarkach były głównie problemy sektora finansowego, a nie zjawiska dotyczące sfery realnej. Zdaniem tych członków Rady, wzrost PKB najważniejszych gospodarek światowych może relatywnie szybko powrócić do poziomu ich wzrostu potencjalnego.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji na świecie, część członków Rady podkreślała, że trudna sytuacja na rynku pracy w największych gospodarkach rozwiniętych i relatywnie niska presja popytowa, w połączeniu z zahamowaniem w sierpniu 2009 r. wzrostowej tendencji cen ropy naftowej, będą ograniczały wzrost inflacji na świecie w najbliższych kwartałach.

Omawiając sytuację w polskiej gospodarce wskazywano, że dane o PKB w II kw. 2009 r. okazały się trochę lepsze od oczekiwań. Równocześnie podkreślano, że wzrost PKB wynikał głównie z dodatniego - wskutek mniejszego spadku eksportu niż importu - wkładu eksportu netto, przy spadku popytu krajowego, na który złożyło się dalsze wyhamowanie konsumpcji oraz spadek inwestycji i zapasów. Odnosząc się do danych za sierpień 2009 r., z jednej strony zwracano uwagę na niższą od oczekiwań dynamikę produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a z drugiej strony - na dalszą poprawę wskaźników koniunktury.

Część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika eksportu jest nadal ujemna, a oczekiwane nieznaczne ożywienie aktywności w strefie euro prawdopodobnie nie od razu przełoży się na istotny wzrost popytu zewnętrznego na polskie produkty. Argumentowano, że ewentualne dalsze umocnienie się kursu złotego, poprzez pogorszenie cenowej konkurencyjności dóbr krajo-

wych, może przyczynić się do osłabienia dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali również na utrzymującą się niekorzystną sytuację na rynku pracy jako na czynnik oddziałujący w kierunku niższej konsumpcji i w konsekwencji słabszej aktywności gospodarczej. Zdaniem tych członków Rady, przy wciąż niekorzystnych perspektywach wzrostu inwestycji prywatnych i ryzyku ograniczenia inwestycji publicznych w obliczu pogarszającej się sytuacji sektora finansów publicznych, utrzymuje się znaczna niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w polskiej gospodarce.

Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane ożywienie w gospodarce światowej będzie czynnikiem wspierającym krajowy wzrost PKB. Ponadto zdaniem tych członków Rady, skala pogorszenia się sytuacji na rynku pracy nie będzie tak silna jak wcześniej oczekiwano, w szczególności ze względu na fakt, że spadek zatrudnienia będzie ograniczany przez obniżanie się realnych wynagrodzeń. W efekcie – oceniali oni – że wpływ niekorzystnej sytuacji na rynku pracy na kształtowanie się konsumpcji będzie dość ograniczony.

Analizując kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że nieznaczny wzrost inflacji w sierpniu 2009 r. wynikał przede wszystkim ze słabszego sezonowego spadku cen żywności, przy utrzymaniu się na niezmiennym poziomie inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Część członków Rady argumentowała, że zgodnie z większością dostępnych prognoz, w kolejnych miesiącach inflacja może przejściowo utrzymać się na podwyższonym poziomie, ale w 2010 r. można oczekiwać jej obniżenia się nawet poniżej celu inflacyjnego. Do istotnego spadku inflacji w 2010 r. – zdaniem tych członków Rady – przyczynią się opóźnione efekty pogorszenia się sytuacji na rynku pracy powodujące ograniczenie zarówno popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych, jak i dynamiki kosztów przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali, że spadkowi inflacji sprzyjać będą również dotychczasowa aprecjacja kursu, a także stabilizacja cen surowców na rynkach światowych.

Inni członkowie Rady podkreślali, że stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego powinno przekładać się na odbudowę popytu, a domknięcie się ujemnej luki popytowej może nastąpić wcześniej niż oczekiwano. Ponadto podwyższony poziom inflacji, w tym utrzymujący się wzrost cen usług, nie potwierdza – zdaniem tych członków Rady – znaczącego ograniczenia presji popytowej, jakiego można by oczekiwać biorąc pod uwagę silne osłabienie wzrostu PKB. Odnosząc się do prognoz, członkowie ci wskazywali, że inflacja w II i III kw. 2009 r. okazała się istotnie wyższa niż oczekiwano w czerwcowej projekcji. Ponadto zdaniem tych członków Rady można oczekiwać, że prognozowane obniżenie się inflacji poniżej celu w 2010 r. może być krótkotrwałe. Członkowie ci argumentowali, że zgodnie z aktualnymi prognozami krótkookresowymi oczekiwany spadek inflacji w 2010 r. ma w znacznym stopniu wynikać z silnego obniżenia się dynamiki cen żywności, co biorąc pod uwagę przeciętną dynamikę cen tej grupy towarów w ostatnich latach jest mało prawdopodobne. Ponadto Rada, omawiając perspektywy inflacji, wskazywała na ryzyko wzrostu cen regulowanych i podatków pośrednich w 2010 r., które z jednej strony bezpośrednio przekładają się na podniesienie ogólnego poziomu cen, a z drugiej strony powodują obniżenie siły nabywczej gospodarstw domowych i spadek presji popytowej oddziałując w kierunku niższej inflacji.

Dyskutując o sytuacji w sektorze finansów publicznych, część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost deficytu i długu publicznego w relacji do PKB wynika w dużej mierze z silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Wskazywano, że w pozostałych państwach UE również następuje znaczne zwiększenie nierównowagi finansów publicznych i to w większej skali niż w Polsce. Inni członkowie Rady podkreślali, że ważne dla inwestorów zagranicznych będzie porównanie relacji deficytu i długu publicznego do PKB w krajach regionu Europy Środkowej i Wschodniej, w tym w Polsce, z krajami wschodzącymi, które charakteryzują się mniejszą skalą nierównowagi fiskalnej. W tym kontekście argumentowano, że pogarszająca się sytuacja fiskalna może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego.

Odnosząc się do planowanego zwiększenia w 2010 r. nierównowagi w finansach publicznych, część uczestników dyskusji wskazywała, że silny wzrost deficytu sektora finansów publicznych może uzasadniać zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej. Członkowie ci zwracali równocześnie uwagę, że choć w sytuacji niskiej aktywności gospodarczej wzrost wydatków publicznych wspiera wzrost PKB, to wraz z ożywieniem dominującym efektem może być tzw. efekt wypychania popytu sektora prywatnego wydatkami publicznymi. Inni członkowie Rady argumentowali, że przewidywany wzrost deficytu sektora finansów publicznych będzie głównie efektem działania automatycznych stabilizatorów koniunktury, a nie antycyklicznych działań w polityce fiskalnej, co nie ogranicza możliwości utrzymywania akomodacyjnej polityki pieniężnej.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja w sektorze bankowym. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że zaostrzenie polityki kredytowej banków wobec przedsiębiorstw jest bardzo silne, co może prowadzić do istotnego ograniczenia wzrostu gospodarczego. W tym kontekście dyskutowano na temat zwiększenia dostępu sektora przedsiębiorstw do kredytu bankowego poprzez wprowadzenie przez bank centralny, podobnie jak czynią to główne banki centralne na świecie, nowych instrumentów polityki pieniężnej. Zdaniem części członków Rady wprowadzenie nowych instrumentów, tj. kredytu wekslowego oraz zakupu przez bank centralny obligacji banków komercyjnych umożliwi bankom zwiększenie akcji kredytowej. Członkowie ci argumentowali, że uruchomienie nowych instrumentów może ułatwić przedsiębiorstwom uzyskanie kredytu zarówno krótkoterminowego, co ograniczyłoby ryzyko utraty przez nie płynności, jak i kredytu długoterminowego, co ograniczyłoby skalę zmniejszania inwestycji. Zdaniem tych członków Rady sposób implementacji i kształt nowych instrumentów, ograniczają ryzyko nadmiernej ingerencji banku centralnego w system zarządzania ryzykiem kredytowym przez banki.

Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że ograniczenie akcji kredytowej jest typowe dla fazy spowolnienia gospodarczego i wynika nie tylko z ograniczenia podaży kredytu oraz wzrostu jego kosztu, ale także ze zmniejszonego zapotrzebowania na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Podczas dyskusji zwracano także uwagę, że skala ograniczenia akcji kredytowej w Polsce jest mniejsza niż w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Odnosząc się do działań innych banków centralnych, członkowie ci wskazywali na lepszą sytuację gospodarczą w Polsce niż w krajach, w których podejmowane są niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej. Równocześnie członkowie ci podkreślali, że wprowadzenie proponowanych instrumentów może oddziaływać w kierunku wzrostu luki finansowania banków (tj. różnicy między wielkością zebranych depozytów a udzielonymi kredytami). Członkowie ci argumentowali także, że ułatwienie pozyskiwania środków w banku centralnym może zmniejszać motywację banków do właściwej wyceny ryzyka kredytowego. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, bank centralny nie powinien zwiększać bazy kapitałowej banków poprzez emisję pieniądza, a inwestycje w gospodarce powinny być finansowane przede wszystkim z oszczędności. W opinii tych członków Rady, wprowadzenie nowych instrumentów stworzyłoby ryzyko nadmiernej emisji pieniądza w gospodarce.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że dostępne dane – w tym wyższy od oczekiwań wzrost PKB w II kw. 2009 r. oraz utrzymywanie się inflacji powyżej celu i czerwcowej projekcji – a także dalsza poprawa perspektyw aktywności gospodarczej uzasadniają ocenę, że prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie są zbliżone. Inni członkowie Rady argumentowali, że niepewność dotycząca skali i trwałości ożywienia w gospodarce światowej i polskiej jest nadal wysoka, a pełniejsza ocena sytuacji makroekonomicznej możliwa będzie po zapoznaniu się Rady z październikową projekcją inflacji i PKB. Na posiedzeniu przeważało stanowisko, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobień-

stwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Jednocześnie większość członków Rady uznała, że w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego uległo zmniejszeniu.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 października 2009 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 na świecie i w gospodarce polskiej, kształtowaniu się bieżących procesów inflacyjnych w Polsce oraz sytuacji na rynku kredytowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji i PKB.

Oceniając sytuację w gospodarce światowej, część członków Rady zwracała uwagę, że skala poprawy koniunktury w gospodarce strefy euro jest stosunkowo nieznaczna, a prognozowany wzrost gospodarczy w tym regionie jest nadal znacznie niższy od potencjalnego. Członkowie ci wskazywali także, że poprawa koniunktury w Stanach Zjednoczonych i Chinach jest w dużym stopniu oparta na działaniach pakietów stymulacyjnych, a perspektywa stopniowego ograniczania tych działań powoduje utrzymywanie się niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej. W szczególności członkowie ci zwracali uwagę na niepewność dotyczącą ożywienia konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych w warunkach nadal pogarszającej się sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że spadek konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych związany m.in. z ograniczonymi możliwościami zaciągania kredytów przez gospodarstwa domowe, w tym finansowania konsumpcji przez kredyty hipoteczne, nie zostanie prawdopodobnie zrekompensowany przez wzrost spożycia indywidualnego w krajach wschodzących, nawet gdyby ożywienie wzrostu w tych gospodarkach okazało się trwałe. W tym kontekście członkowie ci wskazywali na ryzyko utrzymania się niskiej dynamiki wzrostu w gospodarce światowej.

Inni członkowie Rady oceniali, że ożywienie w gospodarkach wschodzących, w tym przede wszystkim w krajach azjatyckich, może być istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku ożywienia w całej gospodarce światowej. Członkowie ci wskazywali, że przyspieszenie wzrostu w gospodarkach wschodzących będzie przekładać się na sytuację w gospodarce światowej głównie poprzez wzrost popytu tych krajów na dobra inwestycyjne, eksportowane w dużej mierze przez kraje rozwinięte Europy Zachodniej. Zdaniem tych członków Rady obecne ożywienie w krajach azjatyckich może oznaczać początek powrotu tych gospodarek na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu, które w związku z dokonującym się w nich procesem realnej konwergencji może kształtować się na relatywnie wysokim poziomie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady oceniała, że polska gospodarka weszła już w fazę ożywienia, choć niektórzy z nich podkreślali, że ożywienie może być stosunkowo powolne. Wskazywano przy tym, że w październikowej projekcji prognozowane jest jedynie nieznaczne przyspieszenie tempa wzrostu w 2010 r. Zwracano uwagę, że w kierunku utrzymania relatywnie niskiej dynamiki wzrostu PKB oddziaływać będzie spadek realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związany ze wzrostem bezrobocia i spadkiem płac realnych oraz utrudniony dostęp do kredytu. Niektórzy członkowie Rady oceniali,

że ostatnie dane makroekonomiczne, w tym dane dotyczące eksportu, produkcji i sprzedaży detalicznej, nie wskazują jednoznacznie na początek trwałego ożywienia w polskiej gospodarce.

Omawiając zmiany bieżącej inflacji, wskazywano, że chociaż we wrześniu br. inflacja obniżyła się do 3,4%, tj. poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%), to w najbliższym okresie może się ona utrzymać na podwyższonym poziomie. Przyczyniać się do tego będzie przede wszystkim dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw pod koniec 2008 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się relatywnie wysokiego poziomu inflacji bazowej, w tym na nadal wysoką dynamikę cen usług. Zwracano uwagę, że Polska jest jednym z trzech krajów z najwyższą inflacją w Unii Europejskiej. Inni członkowie Rady wskazywali, że różnica w poziomach inflacji między Polską a innymi krajami Unii Europejskiej jest związana z mniejszą skalą osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce oraz z procesem konwergencji cen w polskiej gospodarce do poziomu cen w rozwiniętych gospodarkach Europy Zachodniej.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce, odnoszono się do projekcji oraz krótkookresowych prognoz inflacji NBP, które wskazują na jej spadek poniżej celu inflacyjnego 2,5% w połowie 2010 r. Zdaniem części członków Rady taki przebieg przyszłej inflacji będzie wynikał z osłabienia popytu konsumpcyjnego, utrzymującej się niskiej presji płacowej oraz dotychczasowej aprecjacji nominalnego kursu złotego. Członkowie ci zwracali także uwagę, że projekcja październikowa wskazuje na większe ryzyko spadku inflacji w 2010 r. poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (1,5%) niż projekcja czerwcową.

Inni członkowie Rady wskazywali, że rozbieżność między krótkookresowymi prognozami inflacji bazowej, cen żywności i energii a prognozami tych wielkości w projekcji październikowej wskazuje na znaczącą niepewność co do kształtowania się inflacji w najbliższych kwartałach. W szczególności część członków Rady oceniała, że dynamika cen żywności w najbliższym okresie może być wyższa niż w projekcji październikowej. Członkowie ci zwracali również uwagę na wzrost cen ropy na rynkach światowych w ostatnim okresie i niepewność co do kształtowania się cen gazu w Polsce. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że ożywienie w gospodarkach wschodzących, w których wzrost gospodarczy powoduje wzrost popytu na surowce, może oddziaływać w kierunku ponownego wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, szczególnie w sytuacji braku limitów na otwarte pozycje inwestycyjne na niektórych terminowych rynkach surowcowych. Zdaniem tych członków Rady może to oddziaływać w kierunku wyższej inflacji na świecie i w Polsce. Na posiedzeniu wskazywano także na ryzyko podwyżek cen regulowanych w 2010 r., w tym cen pozostających w gestii samorządów, w związku z niekorzystną sytuacją sektora finansów publicznych.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w 2011 r., część członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z październikową projekcją pod koniec horyzontu projekcji prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że po spadku inflacji do niskiego poziomu w połowie 2010 r., do końca horyzontu prognozy inflacja systematycznie rośnie. Inni członkowie Rady podkreślali, że przez większą część horyzontu projekcji prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu jest większe niż prawdopodobieństwo, że ukształtuje się ona powyżej celu. Członkowie ci wskazywali, że wyższa inflacja w 2011 r. w projekcji październikowej w porównaniu z projekcją czerwcową wynika częściowo z dodatniego efektu bazy związanego z prognozowanym głębszym spadkiem cen żywności w 2010 r. Członkowie ci zwracali także uwagę na kwestię optymalnego horyzontu prognozowania w bankach centralnych prowadzących politykę pieniężną opartą na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, podkreślając, że ograniczony horyzont projekcji zwiększa niepewność dotyczącą trwałości zmian inflacji w końcowym horyzoncie prognozy.

Dyskutując na temat przyszłego kursu walutowego i jego wpływu na inflację w Polsce, wskazywano, że w projekcji przyjmowana jest stopniowa deprecjacja kursu złotego, co jest związane z malejącym dysparytetem realnych stóp procentowych oraz z utrzymującym się wysokim deficy-

tem budżetowym i narastaniem długu publicznego. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwość aprecjacji kursu złotego, której sprzyjać mogą relatywnie korzystna sytuacja gospodarcza Polski na tle pozostałych krajów Unii Europejskiej oraz utrzymująca się duża nadpłynność na globalnych rynkach finansowych. Ponadto zdaniem tych członków Rady w przypadku szybszego ożywienia w gospodarkach wschodzących niż w gospodarkach rozwiniętych można oczekiwać aprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym kursu złotego. Członkowie ci podkreślali, że ewentualna aprecjacja złotego będzie oddziaływać w kierunku niższego wzrostu gospodarczego i inflacji w polskiej gospodarce niż w październikowej projekcji.

Inni członkowie Rady oceniali, że aprecjacja kursu złotego, znacząco przekraczająca aprecjację kursu równowagi, jest mało prawdopodobna w przypadku utrzymania się dynamiki wzrostu w gospodarce polskiej na poziomie zbliżonym do październikowej projekcji PKB. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku deprecjacji kursu złotego może oddziaływać możliwy wzrost premii za ryzyko, do którego może przyczynić się niekorzystna sytuacja sektora finansów publicznych, brak reform strukturalnych w polskiej gospodarce oraz odsunięcie w czasie perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady oceniała, że sytuacja ta nadal się pogarsza, na co wskazuje między innymi dalszy spadek dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych oraz bardzo niska dynamika kredytu dla sektora przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że po raz pierwszy od pięciu miesięcy wartość udzielonych kredytów w ujęciu miesięcznym wzrosła we wrześniu br. zarówno w odniesieniu do gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Ponadto niektórzy członkowie Rady podkreślali, że niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest związana z relatywnie dobrymi wynikami finansowymi tych podmiotów oraz ograniczeniem ich działalności inwestycyjnej, a ponowne ożywienie akcji kredytowej w odniesieniu do sektora przedsiębiorstw może nastąpić dopiero w momencie znaczącej poprawy perspektyw wzrostu w polskiej gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali, że ograniczenie akcji kredytowej jest z jednej strony związane ze zwiększoną ostrożnością gospodarstw domowych w zaciąganiu zobowiązań w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz rosnącego bezrobocia, a z drugiej strony ze wzrostem postrzeganego przez banki ryzyka kredytowego, na co wskazuje między innymi dokonane w III kw. br. oraz planowane dalsze zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów w segmencie kredytów konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat realnych stóp procentowych w kontekście sytuacji na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że kształtowanie się przez zbyt długi okres realnych stóp procentowych na relatywnie niskim poziomie w kraju przechodzącym proces realnej konwergencji może zwiększać ryzyko wystąpienia boomu kredytowego w średnim okresie. Członkowie ci zwracali uwagę, że realne stopy procentowe są obecnie niższe od poziomu stopy równowagi dla polskiej gospodarki. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że oczekiwany spadek inflacji powinien przełożyć się na wzrost realnych stóp procentowych, co powinno sprzyjać wzrostowi oszczędności gospodarstw domowych po ich silnym spadku w I kw. 2009 r. oraz oddziaływać w kierunku ograniczenia ryzyka zbyt silnego wzrostu akcji kredytowej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że w warunkach utrzymującej się niepewności dotyczącej ożywienia w gospodarce światowej i perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce oraz w świetle październikowej projekcji inflacji wskazującej na utrzymywanie się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP przez większość horyzontu projekcji uzasadniona jest ocena, że w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Inni członkowie argumentowali, że ożywienie w gospodarce światowej i polskiej oraz ryzyko wzrostu cen surow-

ców na rynkach światowych i podwyżek cen regulowanych w Polsce, a także wyrównane prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego pod koniec horyzontu październikowej projekcji uzasadniają ocenę, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. Większość członków Rady uznała, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. W ocenie części członków Rady sformułowanie zrównoważonego bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji powinno sygnalizować, że stopy procentowe w najbliższych miesiącach pozostaną na niezmiennym poziomie, co nie wyklucza możliwości ich dostosowania w razie wystąpienia zmian istotnie wpływających na perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 25 listopada 2009 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 na świecie i w Polsce, kształtowaniu się procesów inflacyjnych w Polsce oraz sytuacji na rynku pracy i rynku kredytowym.

Oceniając sytuację w gospodarkach rozwiniętych wskazywano, że po kilku kwartałach spadku, w III kw. br. wzrósł PKB w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, w tym w Niemczech, Włoszech i Francji, będących najważniejszymi odbiorcami polskiego eksportu. Podkreślano jednak, że ożywienie w tych gospodarkach jest w znacznej mierze rezultatem rządowych programów stymulujących koniunkturę. Oceniano, że wraz z zakończeniem programów wspierania koniunktury istnieje ryzyko osłabienia aktywności gospodarczej w tych krajach przede wszystkim ze względu na możliwość obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej. Zwracano uwagę, że na wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i strefie euro niekorzystnie oddziałuje także spadek kredytów dla przedsiębiorstw, a w dalszej perspektywie – pogarszająca się sytuacja sektora finansów publicznych.

Analizując sytuację gospodarek wschodzących, część członków Rady wskazywała, że ożywienie w tych gospodarkach może nie być wystarczające, aby istotnie zwiększyć dynamikę światowego PKB. Członkowie ci zwracali uwagę, że choć w nadchodzącym okresie można oczekiwać przyspieszenia konsumpcji prywatnej w Chinach, prawdopodobnie nie zrekompensuje to wpływu możliwego osłabienia konsumpcji w Stanach Zjednoczonych na światowy wzrost gospodarczy ze względu na niski – w relacji do globalnego popytu – poziom spożycia indywidualnego w Chinach. Istotnym czynnikiem hamującym wzrost wydatków konsumpcyjnych w tym kraju jest brak powszechnego systemu ubezpieczeń społecznych, co sprawia, że istotna część dochodów gospodarstw domowych jest oszczędzana.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego oceniano, że polska gospodarka znalazła się w fazie ożywienia, na co wskazuje m.in. rosnąca dynamika produkcji przemysłowej oraz bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw w III kw. 2009 r. Zwracano także uwagę, że poprawa koniunktury za granicą (w szczególności w strefie euro) przyczyniła się do wzrostu polskiego eksportu w III kw. br., na co wskazują dane za ostatnie trzy miesiące. Część członków Rady była zdania, że ożywienie będzie stosunkowo powolne, argumentując, że czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Polsce w nadchodzącym okresie może być prawdopo-

dobne ponowne pogorszenie globalnej koniunktury. Zdaniem tych członków Rady, na wzrost polskiego PKB niekorzystnie wpływać będą również: pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, w tym wzrost bezrobocia i spadek realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, oraz spadek kredytów dla przedsiębiorstw i wolniejszy niż w poprzednich latach wzrost kredytu dla gospodarstw domowych, a także trudna sytuacja sektora finansów publicznych.

Inni członkowie Rady byli zdania, że ponowny wyraźny spadek dynamiki PKB w Polsce jest mało prawdopodobny nawet w sytuacji znaczącego pogorszenia światowej koniunktury. Argumentowali oni, że w wyniku globalnego kryzysu finansowego spadek dynamiki PKB w Polsce miał znacznie mniejszą skalę niż w pozostałych krajach Unii Europejskiej i podkreślali, że mimo braku rządowych programów wspierających koniunkturę o skali zbliżonej do tej za granicą, dynamika krajowego PKB pozostała dodatnia. Oceniano, że stosunkowo wysoka odporność polskiej gospodarki na zewnętrzne niekorzystne wstrząsy – zaburzenia na globalnych rynkach finansowych i recesję za granicą – była m.in. efektem niskiej na tle innych krajów UE relacji kredytów do PKB i mniejszej otwartości gospodarki, a także obserwowanego w ostatnich latach dynamicznego rozwoju sektora usług, mniej zależnego od światowej koniunktury. Podkreślano również, że do ograniczenia skali spowolnienia gospodarczego w istotnym stopniu przyczyniło się wyraźne obniżenie stóp procentowych NBP, a także deprecjacja kursu złotego.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na kontynuację niekorzystnych tendencji, w tym m.in. wzrost bezrobocia rejestrowanego oraz utrzymanie się ujemnej rocznej dynamiki zatrudnienia, jak również spadek realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w październiku br. Część członków Rady zwracała uwagę, że w świetle październikowej projekcji NBP dynamika nominalnych płac w kolejnych kwartałach ulegnie dalszemu obniżeniu. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że ze względu na opóźnienia w procesie dostosowywania poziomu zatrudnienia do tempa wzrostu gospodarczego oraz prawdopodobny wzrost podaży pracy, w nadchodzącym okresie można oczekiwać dalszego wzrostu bezrobocia mimo poprawy koniunktury. Oceniali oni, że wzrost bezrobocia będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej poprzez osłabienie popytu konsumpcyjnego i ograniczenie presji płacowej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wzrost bezrobocia może poprzez efekt histerezy negatywnie wpłynąć na wzrost potencjalnego PKB w nadchodzącym okresie.

Analizując zależność między kształtowaniem się inflacji a zmianami na rynku pracy, część członków Rady podkreślała, że podwyższona inflacja przyczyniła się do obniżenia realnych wynagrodzeń, ułatwiając dostosowanie ich poziomu do spadającej dynamiki wydajności pracy. Zdaniem tych członków Rady względnie wysoka elastyczność realnych płac pomogła ograniczyć skalę spadku dynamiki PKB w Polsce w obliczu globalnej recesji. Wskazywali oni także na zjawisko tzw. chomikowania pracy przez przedsiębiorstwa, polegające na niepełnym dostosowaniu zatrudnienia (tj. ograniczaniu zwolnień) w okresie spowolnienia gospodarczego. Z drugiej strony podkreślali oni, że podwyższona inflacja poprzez mechanizm waloryzacji przyczynia się do wzrostu wynagrodzeń w sektorze finansów publicznych oraz rent i emerytur, co w krótkim okresie oddziałuje w kierunku pogłębienia deficytu sektora finansów publicznych. W ocenie tych członków Rady, wywołany waloryzacją wzrost świadczeń społecznych w sytuacji jednoczesnego spadku dynamiki wynagrodzeń w gospodarce zmniejsza atrakcyjność pracy i może niekorzystnie wpływać na aktywność zawodową Polaków. Przywoływali oni też dane o wynagrodzeniach w gospodarce narodowej, które w pierwszych trzech kwartałach 2009 r. – odmiennie niż we wcześniejszym okresie – odnotowały wyższą roczną dynamikę niż płace w sektorze przedsiębiorstw. W ocenie tych członków Rady może to świadczyć o tym, że udział tego sektora w gospodarce narodowej maleje, wobec czego zmiany wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw – w którym płace są w dużym stopniu zależne od stanu koniunktury – mogą w przyszłości w mniejszym niż dotychczas stopniu wpływać na kształtowanie się płac w gospodarce.

Omawiając kształtowanie się inflacji wskazywano, że w październiku br. roczny wskaźnik CPI obniżył się do 3,1%, do czego przyczynił się przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności i energii; jednocześnie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) pozostała na poziomie 2,9%. Część członków Rady zwracała uwagę, że utrzymywanie się inflacji bazowej na podwyższonym poziomie jest efektem m.in. systematycznego wzrostu cen usług. Członkowie ci oceniali, że obserwowany w ostatnich latach stopniowy wzrost popytu na usługi, skutkujący zwiększeniem udziału wydatków na nie w koszyku dóbr i usług konsumpcyjnych, utrzyma się także w kolejnych latach, wobec czego ceny usług będą miały rosnący wpływ na kształtowanie się wskaźnika CPI. Podkreślali oni, że inflacja bazowa nie obniża się mimo wyraźnej ujemnej luki popytowej i wskazywali, że na bieżący poziom rocznego wskaźnika inflacji bazowej może nadal w pewnym stopniu wpływać wysoka presja popytowa obserwowana we wcześniejszym okresie. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że podwyższona inflacja CPI wynika w istotnej mierze z niekorzystnych wstrząsów cenowych, w tym zwłaszcza podwyżek cen regulowanych w 2009 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali też uwagę na odnotowane w ostatnich miesiącach zmniejszenie skali spadku cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji, co częściowo jest związane z wcześniejszą deprecjacją złotego.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że w najbliższym okresie roczny wskaźnik CPI będzie kształtował się w dużym stopniu pod wpływem statystycznych efektów bazy: dodatniego, związanego z silnym spadkiem cen paliw pod koniec 2008 r., a następnie ujemnego, związanego ze znacznymi podwyżkami cen administrowanych oraz wzrostem cen żywności na początku br. (pod warunkiem braku równie silnych podwyżek cen administrowanych w 2010 r.). Ze względu na ten pierwszy efekt w najbliższym okresie inflacja przejściowo wzrośnie, natomiast drugi efekt będzie oddziaływał w kierunku jej obniżenia w przyszłym roku. Część członków Rady podkreślała, że w 2010 r. można oczekiwać spadku inflacji CPI poniżej celu inflacyjnego NBP ze względu na prawdopodobne utrzymywanie się ujemnej luki popytowej. Czynnikiem sprzyjającym obniżaniu się inflacji będzie także dotychczasowa aprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek inflacji może być ograniczany przez podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych. Zwracali też uwagę, że inflacja może być wyższa, niż się obecnie oczekuje w przypadku wystąpienia niekorzystnych wstrząsów cenowych na rynkach surowców lub żywności bądź też osłabienia kursu złotego. W opinii tych członków Rady presja inflacyjna w dalszej perspektywie będzie w znacznym stopniu determinowana przez sytuację na rynku pracy i rynku kredytowym.

Odnosząc się do bieżącej sytuacji na krajowym rynku kredytowym, wskazywano na dalsze jej pogorszenie, w tym zwłaszcza na odnotowaną w październiku ujemną – po raz pierwszy od 2004 r. – roczną dynamikę kredytu dla przedsiębiorstw (po korekcie o wpływ wahań kursu złotego) oraz utrzymujące się niższe niż w ubiegłych latach tempo wzrostu kredytu dla gospodarstw domowych. Część członków Rady argumentowała, że ograniczenie podaży kredytu dla przedsiębiorstw przyczynia się do zmniejszenia ich inwestycji, co ma negatywny wpływ na wzrost PKB. Inni członkowie Rady oceniali, że spadek kredytu wynika w znacznym stopniu ze zmniejszenia popytu na kredyt w związku ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że w świetle danych o wynikach finansowych przedsiębiorstw w III kw. 2009 r., płynność tego sektora utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie, co pozwala firmom na finansowanie bieżącej działalności w dużej mierze ze środków własnych i ogranicza ich zapotrzebowanie na kredyt. Wskazywali również, że kredyt dla gospodarstw domowych nadal rośnie.

Rada analizowała także rozwój rynku kredytowego w dłuższej perspektywie. Część członków Rady wskazywała, że relacja kredytu do PKB w Polsce w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy należała do najniższych w UE. Inni członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich latach relacja ta istotnie się zwiększyła. Argumentowali oni, że szybka ekspansja kredytowa w latach poprzedzających globalny kryzys wynikała wprawdzie w znacznym stopniu z procesu konwergencji, jednak utrzymanie tak wysokiego tempa wzrostu kredytu w dłuższym okresie

mogłoby prowadzić do narastania nierównowagi na rynku kredytowym. Oceniali oni, że obecne spowolnienie akcji kredytowej stanowi w znacznej mierze zjawisko cykliczne oraz, że przyczyni się ono do bardziej zrównoważonego wzrostu kredytu. Członkowie ci argumentowali, że wraz z ożywieniem wzrostu gospodarczego dynamika kredytu ponownie przyspieszy w związku z procesem konwergencji oraz ze względu na zmiany demograficzne prowadzące do rosnącego popytu na kredyty hipoteczne. W ocenie tych członków Rady, obecna sytuacja na rynku kredytowym nie wymaga wprowadzenia dodatkowych instrumentów wspierających wzrost akcji kredytowej.

Dyskutując na temat *policy mix* za granicą i w Polsce, część członków Rady wskazywała, że ekspansywna polityka fiskalna wielu krajów prowadzi do wzrostu ich długu publicznego, który – w warunkach dążenia do zachowania stabilności cen – będzie mógł zostać zahamowany jedynie poprzez silne zacieśnienie polityki fiskalnej. Jednocześnie jednak niskie realne stopy procentowe na świecie, do których przyczynia się luźna polityka pieniężna, zmniejszają bieżące koszty finansowania długu publicznego, osłabiając bodźce do przeprowadzenia reform mających na celu poprawę pierwotnego salda sektora finansów publicznych. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na potrzebę wprowadzenia działań ograniczających narastanie długu publicznego w Polsce.

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 23 grudnia 2009 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, polityki pieniężnej prowadzonej przez Radę Polityki Pieniężnej II kadencji oraz uwarunkowań polityki pieniężnej w kolejnych latach.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie, niektórzy członkowie Rady oceniali, że nadal utrzymuje się duża niepewność dotycząca skali i trwałości ożywienia w gospodarce światowej. Członkowie ci podkreślali, że dotychczasowa poprawa aktywności w największych gospodarkach rozwiniętych jest w dużym stopniu związana z działaniem fiskalnych pakietów stymulacyjnych. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę, że zgodnie z prognozami wzrostu gospodarczego na 2010 r. można oczekiwać silnego wzrostu PKB w gospodarkach Azji i Ameryki Łacińskiej oraz dalszej poprawy aktywności w Stanach Zjednoczonych przy relatywnie niższym wzroście PKB w gospodarkach europejskich.

Odnosząc się do sytuacji w polskiej gospodarce, podkreślano, że napływające dane, w tym dane o eksporcie, produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, oraz wskaźniki koniunktury obrazujące nastroje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych potwierdzają stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na czynniki ryzyka dla szybkiego i trwałego ożywienia w polskiej gospodarce. W szczególności członkowie ci wskazywali na zmniejszenie się akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i spadek dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych oraz nadal niekorzystną sytuację na rynku międzybankowym, odzwierciedloną w podwyższonych spreadach między stopą referencyjną NBP a stawkami WIBOR. Członkowie ci zwracali także uwagę na szybkie narastanie długu publicznego, argumentując, że jego wysoki poziom może niekorzystnie wpływać na wzrost gospodarczy w średnim okresie.

Dyskutując na temat bieżącej i przyszłej inflacji, wskazywano na obniżenie się inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii z 2,9% w październiku do 2,8% w listopadzie 2009 r. Część

członków Rady oceniała jednak, że inflacja bazowa utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie, co – w sytuacji prawdopodobnej poprawy globalnej koniunktury, mogącej skutkować wzrostem cen surowców rolnych i energetycznych na świecie – stwarza ryzyko dla utrzymania inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że w warunkach utrzymującej się ujemnej luki popytowej w polskiej gospodarce można oczekiwać spadku inflacji w kolejnych kwartałach. Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ryzyko wzrostu presji inflacyjnej w polskiej gospodarce w najbliższym okresie będzie dodatkowo ograniczane przez nadal niekorzystną – mimo pewnych sygnałów poprawy w ostatnich miesiącach – sytuację na rynku pracy.

Dyskutując o efektach polityki pieniężnej Rady II kadencji, niektórzy członkowie Rady argumentowali, że podwyższony poziom inflacji CPI w latach 2008-2009 wskazuje, że we wcześniejszym okresie poziom stóp procentowych mógł nie w pełni uwzględniać ryzyka dla przyszłej inflacji. W opinii tych członków Rady wskazuje na to utrzymująca się od kilku kwartałów relatywnie wysoka inflacja bazowa, w tym wysoka dynamika cen usług rynkowych. Zdaniem tych członków Rady, głównymi czynnikami, które oddziaływały w kierunku obniżenia inflacji w latach 2008-2009 – przyczyniając się tym samym do ograniczenia odchylenia inflacji od celu inflacyjnego – była aprecjacja złotego w okresie poprzedzającym wybuch światowego kryzysu finansowego oraz związany z kryzysem spadek cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych.

Inni członkowie Rady wskazywali, że podwyższony poziom inflacji w ostatnich latach był związany głównie z czynnikami pozostającymi poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Członkowie ci zwracali uwagę, że silny wzrost cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych pod koniec 2007 r. i w I poł. 2008 r., który doprowadził do wzrostu inflacji w wielu krajach, w tym w Polsce, był związany między innymi z szybkim wzrostem popytu ze strony gospodarek wschodzących oraz ze zmianami legislacyjnymi w Stanach Zjednoczonych wyłączającymi handel kontraktami terminowymi na rynkach surowców spod kontroli instytucji państwowych. Podkreślali oni także, że w kierunku wzrostu inflacji w Polsce w 2009 r. oddziaływała wywołana kryzysem silna deprecjacja kursu złotego, znacząco przekraczająca deprecjację kursu równowagi. Wśród czynników mających znaczący wpływ na dynamikę cen w polskiej gospodarce, w tym na jej podwyższony poziom w ostatnich latach, członkowie ci wskazywali również na czynniki takie jak liberalizacja cen na niektórych rynkach w kraju oraz podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych. Członkowie ci zwracali również uwagę, że w tym okresie miał miejsce bardzo szybki przyrost kredytów w polskiej gospodarce, który był związany z silnym napływem kapitału do gospodarek wschodzących.

Podkreślano, że wzrost cen usług, który przyczynił się do kształtowania się inflacji w Polsce w latach 2008-2009 na podwyższonym poziomie, był prawdopodobnie związany ze zmianami struktury konsumpcji prywatnej i jest charakterystyczny dla krajów podlegających procesowi konwergencji.

Omawiając politykę pieniężną w latach 2004-2009, zwracano uwagę, że jednym z czynników potwierdzających skuteczność tej polityki jest zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Część członków Rady argumentowała także, że biorąc pod uwagę opóźnienia między zmianami stóp procentowych NBP a ich najsilniejszym wpływem na przebieg procesów gospodarczych, pełna ocena polityki pieniężnej RPP II kadencji powinna uwzględniać również kształtowanie się inflacji w latach 2010-2011. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę, że większość dostępnych prognoz wskazuje na silny spadek inflacji w 2010 r. Ponadto argumentowali oni, że dążenie do pełnego zneutralizowania skutków wstrząsów cenowych na światowych rynkach surowcowych dla inflacji w Polsce doprowadziłoby do nadmiernych wahań PKB w Polsce, w tym prawdopodobnie do jego spadku po wybuchu globalnego kryzysu gospodarczego.

Dyskutując o efektach polityki pieniężnej Rady II kadencji na tle innych krajów, część członków Rady zwracała uwagę, że w latach 2004-2009 oprócz wstrząsów, którym podlegała cała gospo-

darka światowa, takich jak szoki surowcowe i światowy kryzys gospodarczy, gospodarka polska podlegała także silnym zmianom związanym z procesem akcesji do Unii Europejskiej. Członkowie ci wskazywali, że mimo tych wstrząsów, średnie odchylenie inflacji od celu inflacyjnego (0,3 pkt. proc.), zmienność luki popytowej oraz zmienność stóp procentowych banku centralnego w Polsce w latach 2004-2009 należały do najniższych wśród krajów stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego z ciągłym celem inflacyjnym.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w kolejnych latach, część członków Rady argumentowała, że w dłuższym okresie zagrożeniem dla stabilności cen w polskiej gospodarce może być nadmierny wzrost akcji kredytowej, w szczególności na rynku kredytów hipotecznych. Ponadto członkowie ci podkreślali, że gdyby ryzyko boomu kredytowego wzrosło znacząco, to pomimo utrzymującej się relatywnie niskiej inflacji CPI, polityka pieniężna w Polsce powinna zostać zaostrzona. Ponieważ same podwyżki stóp procentowych nie wyeliminują ryzyka boomu kredytowego, powinny być one uzupełnione odpowiednimi działaniami nadzorczymi.

Odnosząc się do decyzji dotyczących stóp procentowych w kolejnych miesiącach, Rada wskazywała, że wobec niskiej presji inflacyjnej oraz utrzymujących się zagrożeń dla trwałości ożywienia gospodarczego w Polsce, stopy procentowe NBP powinny pozostać w najbliższym okresie na niezmiennym poziomie. Jednocześnie podkreślano, że w przypadku znaczącego ożywienia aktywności w polskiej gospodarce, któremu towarzyszyłby istotny wzrost presji inflacyjnej, może być potrzebna zmiana parametrów polityki pieniężnej. Zbyt silne i zbyt wczesne zacieśnienie polityki pieniężnej w warunkach nadpłynności na światowych rynkach finansowych mogłoby jednak skutkować nadmierną aprecjacją kursu złotego. Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej będzie sytuacja finansów publicznych.

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

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

Jednocześnie Rada zadecydowała o wprowadzeniu z dniem 1 stycznia 2010 r. stopy dyskontowej weksli przyjmowanych od banków do dyskonta przez NBP. Rada ustaliła stopę dyskontową weksli na poziomie 4,00% w skali rocznej.

Załącznik 6

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2009 r.

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2009 r.

- **Data:** 27 stycznia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Obniżono wysokość stóp procentowych o 0,75 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek

J. Czekaj

S. Nieckarz

M. Noga

S. Owsiak

M. Pietrewicz

A. Sławiński

Przeciw: D. Filar

H. Wasilewska-Trenkner

A. Wojtyna

- **Data:** 27 stycznia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

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.

- **Data:** 27 stycznia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,75 pkt. proc., w związku z czym wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,25pkt. proc. nie był przedmiotem głosowania.

- **Data:** 25 lutego 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
S. Nieckarz
M. Pietrewicz

Przeciw: J. Czekaj
D. Filar
M. Noga
S. Owsiak
A. Sławiński
H. Wasilewska-Trenkner
A. Wojtyna

- **Data:** 25 lutego 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Obniżono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
S. Nieckarz
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
H. Wasilewska-Trenkner

Przeciw: D. Filar
M. Noga
A. Wojtyna

- **Data:** 25 marca 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypek rozstrzygnął, że obniżono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:	D. Filar
	J. Czekaj		M. Noga
	S. Nieckarz		A. Sławiński
	S. Owsiak		H. Wasilewska-Trenkner
	M. Pietrewicz		A. Wojtyna

- **Data:** 7 kwietnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przedstawienia opinii Trybunałowi Konstytucyjnemu odnoszącej się do znaczenia KDPW S.A. oraz zmian zakresu podmiotowego akcjonariuszy KDPW S.A.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	J. Czekaj	Przeciw:	S. Skrzypek
	D. Filar		
	S. Nieckarz		
	M. Noga		
	S. Owsiak		
	M. Pietrewicz		
	A. Sławiński		
	H. Wasilewska-Trenkner		
	A. Wojtyna		

- **Data:** 22 kwietnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2008 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:	
	J. Czekaj		
	D. Filar		
	S. Nieckarz		

M. Noga
 S. Owsiak
 M. Pietrewicz
 A. Sławiński
 H. Wasilewska-Trenkner

A. Wojtyna był nieobecny na głosowaniu.

- **Data:** 29 kwietnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 29 kwietnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stanowiska Rady Polityki Pieniężnej dotyczącego Elastycznej Linii Kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 13 maja 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2008.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 13 maja 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2008.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 26 maja 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia Sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2008 roku.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	D. Filar	
	S. Nieckarz	

M. Noga
 S. Owsiak
 M. Pietrewicz
 A. Sławiński
 H. Wasilewska-Trenkner
 A. Wojtyna

J. Czekaj był nieobecny na głosowaniu.

- **Data:** 27 maja 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków i wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 24 czerwca 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął o obniżeniu wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:	D. Filar
	J. Czekaj		M. Noga
	S. Nieckarz		A. Sławiński
	S. Owsiak		H. Wasilewska-Trenkner
	M. Pietrewicz		A. Wojtyna

- **Data:** 29 lipca 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę oceny prawdopodobieństwa realizacji celu inflacyjnego w Informacji po

posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dn. 28–29 lipca 2009 r.

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	D. Filar	Przeciw:	S. Skrzypek
	M. Noga		J. Czekaj
	A. Sławiński		S. Nieckarz
	H. Wasilewska-Trenkner		S. Owskiak
	A. Wojtyna		M. Pietrewicz

- **Data:** 25 sierpnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stanowiska Rady Polityki Pieniężnej (dotyczącego Projektu Rozporządzenia Rady Ministrów w sprawie powołania Narodowego Komitetu Koordynacyjnego do Spraw Euro, Rady Koordynacyjnej oraz Międzyinstytucjonalnych Zespołów Roboczych do Spraw Przygotowań do Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską).

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owskiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 26 sierpnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę oceny prawdopodobieństwa realizacji celu inflacyjnego w Informacji po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dn. 25–26 sierpnia 2009 r.

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	D. Filar	Przeciw:	S. Skrzypek
	M. Noga		J. Czekaj
	A. Sławiński		S. Nieckarz
	H. Wasilewska-Trenkner		S. Owskiak
	A. Wojtyna		M. Pietrewicz

- **Data:** 29 września 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 30 września 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie ustalenia *Założeń polityki pieniężnej na rok 2010.*

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	A. Sławiński	
	A. Wojtyna	

M. Pietrewicz i H. Wasilewska-Trenkner nie uczestniczyli w głosowaniu.

- **Data:** 28 października 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o utrzymanie dotychczasowego sposobu komunikacji w komunikacie po posiedzeniu decyzyjnym RPP (warianty oceny prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w relacji do celu).

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
S. Owsiak
M. Pietrewicz

Przeciw: J. Czekaj
D. Filar
S. Nieckarz
M. Noga
A. Sławiński
H. Wasilewska-Trenkner
A. Wojtyna

- **Data:** 25 listopada 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o dokonanie zmiany w uchwale RPP nr 20/2008 z 23.12.2008 r. w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku, polegającej na wyszczególnieniu w uchwale rodzaju papierów wartościowych dopuszczonych do zakupu/sprzedaży przez NBP na rynku wtórnym w ramach operacji strukturalnych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: D. Filar
M. Noga
A. Sławiński
A. Wojtyna

Przeciw: S. Skrzypek
J. Czekaj
S. Nieckarz
S. Owsiak
M. Pietrewicz
H. Wasilewska-Trenkner

- **Data:** 15 grudnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia *Planu Finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2010.*

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: S. Skrzypek
J. Czekaj
D. Filar
S. Nieckarz
M. Noga
S. Owsiak
M. Pietrewicz
A. Sławiński
H. Wasilewska-Trenkner
A. Wojtyna

Przeciw:

- **Data:** 15 grudnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	

- **Data:** 23 grudnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

Rada zadecydowała o wprowadzeniu z dniem 1 stycznia 2010 r. stopy dyskontowej weksli przyjmowanych od banków do dyskonta przez NBP. Rada ustaliła stopę dyskontową weksli na poziomie 4,00% w skali rocznej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	S. Skrzypek	Przeciw:
	J. Czekaj	
	D. Filar	
	S. Nieckarz	
	M. Noga	
	S. Owsiak	
	M. Pietrewicz	
	A. Sławiński	
	H. Wasilewska-Trenkner	
	A. Wojtyna	