

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2014



Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2014

Warszawa, maj 2015 r.

Przedkładając *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej* Rada Polityki Pieniężnej wypełnia zobowiązanie zawarte w art. 227 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej do złożenia Sejmowi sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w ciągu 5 miesięcy od zakończenia roku budżetowego. Zgodnie z art. 53 ustawy o Narodowym Banku Polskim *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej* publikowane jest w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski”.

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

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

Przy ocenie polityki pieniężnej ex post należy brać pod uwagę jej uwarunkowania, w tym przede wszystkim to, że decyzje władz monetarnych wpływają na gospodarkę ze znacznym opóźnieniem, a jednocześnie są podejmowane w warunkach niepewności dotyczącej przyszłych procesów makroekonomicznych. Należy także uwzględnić to, że w gospodarce występują wstrząsy makroekonomiczne, które – choć pozostają poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej – mogą w znacznej mierze wpływać na sytuację gospodarczą i procesy inflacyjne w kraju w krótkim, a niekiedy także w średnim okresie.

1. Strategia polityki pieniężnej w 2014 r.	5
2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2014 r.	11
3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2014 r.	21
Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki.....	27
Załącznik 2. PKB i popyt krajowy	31
Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	35
Załącznik 4. Bilans płatniczy	39
Załącznik 5. Pieniądz i kredyt	43
Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej	47
Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami	81

1. Strategia polityki pieniężnej w 2014 r.

W 2014 r. Rada Polityki Pieniężnej prowadziła politykę pieniężną zgodnie z zasadami zawartymi w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2014* przyjętych 3 września 2013 r., których główne elementy zostały przytoczone poniżej.

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

Współcześnie banki centralne przez stabilność cen rozumieją inflację na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, w tym dotyczące inwestycji i oszczędzania. Zapewnienie stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki banki centralne przyczyniają się do osiągania zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Realizując zadanie utrzymania stabilności cen, banki centralne reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego od 1998 r. Począwszy od 2004 r. Rada przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. Rada realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego.

Doświadczenia NBP oraz innych banków centralnych wskazują, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego – stosowana przy zachowaniu odpowiedniej elastyczności – jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen w średnim okresie, a jednocześnie sprzyja stabilności makroekonomicznej. Globalny kryzys finansowy pokazał, że zapewnienie stabilności makroekonomicznej wymaga prowadzenia polityki pieniężnej w taki sposób, aby – dążąc do stabilizacji inflacji na poziomie celu – ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, w szczególności wynikających z niestabilnych boomów kredytowych. Czynnikiem sprzyjającym ograniczaniu tego ryzyka jest możliwość elastycznego kształtowania parametrów i sposobu zastosowania dostępnych instrumentów polityki pieniężnej w zależności od sytuacji w krajowym systemie finansowym.

Oprócz polityki pieniężnej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej, pełni polityka fiskalna oraz polityka makroostrożnościowa. Dla zachowania stabilności cen w dłuższym okresie niezbędne jest bowiem prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewnia długookresową stabilność finansów publicznych, a także polityki makroostrożnościowej, która ogranicza ryzyko narastania nierównowag w gospodarce.

Istotnym uwarunkowaniem krajowej polityki pieniężnej jest także polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne, których decyzje (w szczególności dotyczące stóp procentowych oraz

programów luzowania ilościowego) – poprzez wpływ na globalne warunki finansowania, w tym premię za ryzyko zawartą w cenach poszczególnych aktywów – mogą być źródłem zwiększonej zmienności międzynarodowych przepływów kapitału, wpływając tym samym na krajowe procesy gospodarcze.

W *Założeniach* Rada podkreśliła, że w 2014 r. polityka pieniężna NBP pozostanie ukierunkowana na realizację średniookresowego celu inflacyjnego. Jednocześnie Rada wskazała, że w kształtowaniu polityki pieniężnej będzie się kierować następującymi zasadami:

- Po pierwsze, określenie cel ciągły oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Przy ocenie procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się kwartalnymi i rocznymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP, w budżecie państwa oraz w statystyce Unii Europejskiej (zwanej dalej „UE”), w tym zharmonizowanym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych – HICP. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej, które ułatwiają odróżnianie przejściowych zmian wskaźnika inflacji od bardziej trwałych zmian presji inflacyjnej.
- Po drugie, polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji w średnim okresie jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie ma umożliwić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, dzięki któremu bank centralny może rzadziej reagować zmianą parametrów polityki pieniężnej na ewentualne wstrząsy mające wpływ na poziom inflacji. W efekcie może również zmniejszyć się zmienność długoterminowych stóp procentowych.
- Po trzecie, w gospodarce nieuniknione jest występowanie wstrząsów. W zależności od siły i kierunku oddziaływania wstrząsu oraz inercji oczekiwań inflacyjnych różna jest skala i długość odchylenia inflacji od przyjętego celu. W krajach o trwale niskiej inflacji bank centralny zazwyczaj nie reaguje na odchylenia inflacji od celu, jeśli uznaje je za przejściowe, i to nawet wówczas, gdy nie mieszczą się one w przedziale wahań wokół celu. W *Założeniach* Rada wskazywała, że oceniając potrzebę reakcji na wstrząsy bierze pod uwagę stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych, który oddziałuje na skalę oraz trwałość wpływu wstrząsów popytowych i podażowych na inflację.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy od ich przyczyn i charakteru. W przypadku wstrząsów popytowych inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Podwyżka stóp procentowych osłabia aktywność gospodarczą w krótkim okresie i, w dalszej kolejności, presję inflacyjną.

W przypadku wstrząsów podażowych dynamika produkcji i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach. Dylematy polityki pieniężnej w przypadku tego typu wstrząsów przedstawiają się następująco:

- Próba neutralizowania wpływu wstrząsu podażowego na inflację poprzez zacieśnienie polityki pieniężnej może pogłębiać spadek dynamiki produkcji, wynikający z niekorzystnego oddziaływania tego wstrząsu na konsumpcję i inwestycje.

- Próba zamortyzowania – poprzez ekspansywną politykę pieniężną – realnych skutków wstrząsu podaźowego, wywołującego wzrost inflacji i spadek dynamiki produkcji, powoduje z reguły utrwalenie się podwyższonej inflacji. W takiej sytuacji w następnych okresach konieczne jest prowadzenie znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Powoduje ona silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego niż zaostrzenie tej polityki, niedopuszczające do utrwalenia się podwyższonej inflacji.

W przypadku wstrząsów wynikających ze zmian percepcji ryzyka, kluczowe jest określenie, czy zmiany te odzwierciedlają czynniki fundamentalne gospodarki i w jakim stopniu można im przeciwdziałać za pomocą standardowych instrumentów banku centralnego. W sytuacji, gdy zmiany percepcji ryzyka mają charakter przejściowy, przedwczesna reakcja polityki pieniężnej, może prowadzić do nadmiernej zmienności stóp procentowych, a w efekcie również zmienności inflacji i tempa wzrostu. Dlatego też w warunkach znacznych i częstych zmian percepcji ryzyka istotne jest stopniowe dostosowywanie parametrów polityki pieniężnej.

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

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

- Po piąte, w polityce pieniężnej należy uwzględniać potrzebę zachowania stabilności finansowej, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwia niezakłócone funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście przy ocenie bilansu czynników ryzyka dla przyszłej inflacji i wzrostu gospodarczego istotne jest uwzględnianie kształtowania się cen aktywów. Nadmierne redukcje stóp procentowych i długotrwałe utrzymywanie ich na obniżonym poziomie w warunkach niskiej inflacji i jednocześnie szybkiego wzrostu gospodarczego może prowadzić do szybkiego wzrostu cen aktywów, a przez to zwiększać ryzyko utworzenia się tzw. bąbli spekulacyjnych. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów rośnie prawdopodobieństwo ich odchylenia od poziomów uzasadnionych czynnikami fundamentalnymi, co powoduje wzrost ryzyka gwałtownego i znacznego ich spadku w przyszłości. Szybki wzrost cen aktywów, szczególnie jeśli towarzyszy mu szybki wzrost kredytu, rodzi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego, a przez to dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności cen w dłuższym okresie. Polityka pieniężna wspierająca stabilność systemu finansowego jest więc długookresowo spójna z realizacją podstawowego celu działalności banku centralnego, tj. z zapewnieniem stabilności cen, choć niekiedy może stwarzać ryzyko przejściowego odchylenia się inflacji od celu. Zachowanie spójności pomiędzy dążeniem do utrzymania inflacji na poziomie celu i wspieraniem stabilności systemu finansowego może – w pewnych warunkach – wymagać wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego.

- Po szóste, stabilność systemu finansowego, równowaga gospodarcza i długoterminowa stabilność inflacji zależą w dużej mierze od kształtowania się tempa wzrostu akcji kredytowej. Jeśli w dłuższym okresie tempo wzrostu akcji kredytowej jest wyraźnie wyższe od tempa wzrostu PKB, może prowadzić to do narastania nierównowagi w gospodarce, zwłaszcza gdy pojawia się sprzężenie zwrotne pomiędzy wzrostem akcji kredytowej i cen nieruchomości. Polityka pieniężna wspomaga politykę makroostrożnościową w przeciwdziałaniu niestabilnym boomom na rynkach hipotecznych, ponieważ ich załamanie może prowadzić do silnego i długotrwałego ograniczenia wzrostu gospodarczego.
- Po siódme, dla stabilności finansowej oraz ograniczania ryzyka nierównowag gospodarczych istotne znaczenie ma więc polityka makroostrożnościowa, która poprzez selektywny wpływ na kształtowanie się wybranych agregatów kredytowych oraz cen aktywów może być bardziej odpowiednim narzędziem ograniczania nierównowag makroekonomicznych niż polityka pieniężna, ze względu na niższe koszty dla sfery realnej gospodarki.
- Po ósme, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych (tj. uwzględniających oczekiwaną inflację), ale także poziom realnego kursu walutowego (tj. uwzględniającego poziom cen w kraju i za granicą). Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa, wraz z realizowaną polityką fiskalną i polityką makroostrożnościową, na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej. Zapewnienie stabilności cen przy ekspansywnej polityce fiskalnej może uzasadniać prowadzenie restrykcyjnej polityki pieniężnej, w tym utrzymywanie stóp procentowych na podwyższonym poziomie. Natomiast w przypadku zacieśnienia polityki fiskalnej, realizowana polityka pieniężna może być łagodniejsza, zwłaszcza gdy to zacieśnienie silnie ogranicza aktywność gospodarczą.
- Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, co wyklucza możliwość precyzyjnego sterowania przebiegiem procesów gospodarczych. Ta naturalna niepewność powoduje, że przy podejmowaniu decyzji w polityce pieniężnej konieczne jest uwzględnianie możliwie szerokiego zbioru informacji istotnych dla procesów inflacyjnych, a nie tylko wyników projekcji inflacji. Modele wykorzystywane przez banki centralne do prognozowania inflacji mogą nie odwzorowywać właściwie zachowania gospodarki, chociażby ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Ponadto, nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku.
- Po dziesiąte, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwo ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Bilans ten jest tworzony na podstawie oceny przebiegu procesów gospodarczych, w tym na podstawie projekcji inflacji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji, Rada bierze pod uwagę kształtowanie się inflacji w przeszłości, ponieważ ma ono wpływ na stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego. Rada uwzględnia w szczególności długość okresu, w którym inflacja utrzymywała się na poziomie zgodnym z celem, oraz okresu, w którym się od niego odchylała.

W *Założeniach* Rada podkreślała ponadto, że z powodu opóźnień w reakcji gospodarki na prowadzoną politykę pieniężną, bieżąca polityka pieniężna wpływa w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na dynamikę ogólnego poziomu cen w przy-

szłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację, nie jest jednak stała. Zależy ona w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany te powodują, że banki centralne mogą oceniać długość opóźnień tylko w przybliżeniu. Dodatkowym czynnikiem zakłócającym działanie mechanizmu transmisji monetarnej mogą być zaburzenia w krajowym i międzynarodowym systemie finansowym. Czynniki te sprawiają, że banki centralne dopuszczają możliwość przejściowego kształtowania się bieżącej inflacji poza przedziałem odchyień od celu inflacyjnego, dążąc do utrzymania stabilności cen w średnim okresie.

2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2014 r.

W 2014 r. Rada Polityki Pieniężnej – podobnie jak w poprzednich latach – dążyła do utrzymania stabilności cen, co stanowi główny cel polityki pieniężnej, a jednocześnie sprzyja utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Polityka pieniężna była równocześnie prowadzona w taki sposób, aby ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce oraz sprzyjać stabilności sektora finansowego.

W swoich decyzjach Rada uwzględniała przede wszystkim ocenę czynników determinujących procesy inflacyjne w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, w tym naturę i trwałość wstrząsów powodujących odchylenie się inflacji od celu inflacyjnego, a także perspektywy powrotu inflacji do celu. Ocena ta zmieniała się w czasie i była uwarunkowana dostępnymi w momencie podejmowania decyzji informacjami dotyczącymi procesów gospodarczych, w tym zmieniającymi się prognozami makroekonomicznymi.

W I połowie 2014 r. napływające informacje wskazywały na utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu w gospodarce światowej, przy zróżnicowanej sytuacji w poszczególnych krajach. W Stanach Zjednoczonych trwało ożywienie gospodarcze, natomiast w strefie euro napływające w II kw. dane wskazywały na wyhamowywanie ożywienia. Ograniczająco na koniunkturę w Europie wpływał wzrost niepewności związany z konfliktem rosyjsko-ukraińskim. Jednocześnie stopniowo obniżały się ceny niektórych surowców energetycznych (przede wszystkim węgla i gazu), a od II kw. także surowców rolnych, co – przy umiarkowanej dynamice zagregowanego popytu – przyczyniało się do niskiej inflacji w wielu krajach. W takiej sytuacji główne banki centralne utrzymywały stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, choć w okresie tym zarysowała się dywergencja polityki monetarnej pomiędzy głównymi gospodarkami rozwiniętymi. Rezerwa Federalna (Fed) zmniejszała skalę luzowania ilościowego, co – wraz z okresowym nasilaniem się ryzyka geopolitycznego – wpływało na pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych i oddziaływało w kierunku osłabienia walut rynków wschodzących. Europejski Bank Centralny (EBC) obniżył natomiast pod koniec I połowy 2014 r. stopy procentowe oraz zasygnalizował zamiar wprowadzenia luzowania ilościowego w kolejnych kwartałach.

W Polsce, dane napływające w I połowie 2014 r., a także formułowane wówczas prognozy wskazywały na stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, czemu towarzyszyła poprawa sytuacji na rynku pracy oraz rosnąca dynamika akcji kredytowej. Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżyła się, jednak głównymi czynnikami powodującymi spadek inflacji były spadek cen energii związany z obniżeniem się cen surowców energetycznych, a także niska dynamika cen żywności związana z korzystnymi warunkami agrometeorologicznymi oraz embargiem na eksport wieprzowiny do Rosji, a więc czynniki pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Ponadto, prognozy wskazywały, że wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego będzie następował stopniowy powrót inflacji do celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki

pieniężnej. Wobec takich uwarunkowań Rada, uwzględniając wpływ istotnego obniżenia stóp procentowych w poprzednich latach, utrzymywała w I połowie 2014 r. stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W II połowie roku nasiliło się ryzyko spowolnienia wzrostu w strefie euro, a także wystąpiły silne zmiany na rynkach surowcowych. Jednocześnie nastąpiła eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, czego skutkiem było poszerzenie ograniczeń w wymianie handlowej pomiędzy Rosją a jej partnerami handlowymi, w tym Polską. Równocześnie nasilił się spadek cen surowców, w tym rolnych i energetycznych. Szczególnie silnie obniżyły się ceny ropy naftowej, co – w warunkach umiarkowanego wzrostu zagregowanego popytu – przyczyniło się do spadku inflacji w wielu krajach, w tym pojawienia się deflacji w wielu krajach europejskich. Zwiększyła się także dywergencja polityki monetarnej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro. Fed zakończył program zakupu aktywów oraz sygnalizował możliwość podwyżek stóp procentowych w kolejnym roku, natomiast EBC rozpoczął skup aktywów, a także prowadził warunkowe długoterminowe operacje refinansujące.

W Polsce, w II połowie roku nastąpiło pewne obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego, choć skala spowolnienia nie była duża. Do niewielkiego spadku dynamiki aktywności gospodarczej przyczyniły się czynniki zewnętrzne, tj. obniżenie wzrostu eksportu związane z pogarszającą się sytuacją gospodarczą w Rosji i na Ukrainie przy jednocześnie niskim wzroście gospodarczym w strefie euro. Jednocześnie nadal poprawiała się sytuacja na rynku pracy i utrzymywał stabilny wzrost akcji kredytowej, co podtrzymywało wzrost popytu krajowego. Mimo stabilnego wzrostu popytu krajowego, silny spadek cen surowców na świecie oraz zwiększenie ograniczeń w handlu z Rosją przyczyniły się do znacznego obniżenia cen żywności i pogłębienia spadku cen energii w Polsce, co doprowadziło do pojawienia się deflacji w II połowie roku. Towarzyszyło temu obniżenie prognoz dynamiki cen na kolejne kwartały, a także istotne obniżenie oczekiwań inflacyjnych. W efekcie wzrosło ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. W takiej sytuacji Rada obniżyła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną o 0,5 pkt proc. do 2,0%, jednocześnie zawężając różnicę pomiędzy stopą depozytową a stopą lombardową (Tabela 1)¹. Rada sygnalizowała także możliwość dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby – mimo dokonanego obniżenia stóp procentowych – perspektywy powrotu inflacji do celu pogorszyły się. Decydując o skali obniżenia stóp procentowych Rada brała pod uwagę z jednej strony ryzyko związane z utrzymywaniem się inflacji poniżej celu, a z drugiej ryzyko pojawienia się nierównowag makroekonomicznych związanych z niskim poziomem stóp procentowych.

¹ W październiku Rada zmieniła także oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej. Od 9 października 2014 r. oprocentowanie jest liczone jako 0,9 stopy referencyjnej NBP (zamiast 0,9 stopy redyskonta weksli).

Tabela 1. Podstawowe stopy procentowe NBP na koniec 2013 r. i na koniec kolejnych miesięcy w 2014 r.

	Stopa referencyjna	Stopa lombardowa	Stopa depozytowa	Stopa redyskonta weksli
Grudzień 2013 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Styczeń 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Luty 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Marzec 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Kwiecień 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Maj 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Czerwiec 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Lipiec 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Sierpień 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Wrzesień 2014 r.	2,50%	4,00%	1,00%	2,75%
Październik 2014 r.	2,00%	3,00%	1,00%	2,25%
Listopad 2014 r.	2,00%	3,00%	1,00%	2,25%
Grudzień 2014 r.	2,00%	3,00%	1,00%	2,25%

Źródło: NBP.

Poniżej przedstawiono decyzje Rady w 2014 r. wraz z ich uwarunkowaniami w poszczególnych kwartałach 2014 r.

Dane napływające w I kw. 2014 r. wskazywały na utrzymanie się umiarkowanego wzrostu gospodarczego na świecie. W Stanach Zjednoczonych dane wskazywały na trwające ożywienie gospodarcze, mimo przejściowego obniżenia dynamiki PKB związanego z surową zimą. Z kolei w strefie euro, w tym w Niemczech będących głównym partnerem handlowym Polski, pojawiały się sygnały ożywienia gospodarczego, choć wzrost gospodarczy pozostawał niski. Również w największych krajach rozwijających się dynamika aktywności gospodarczej była, jak na te kraje, niska. Umiarkowany wzrost gospodarczy na świecie ograniczał presję popytową w wielu krajach. Jednocześnie ceny części surowców energetycznych (gazu i węgla) na rynkach światowych obniżały się, czemu towarzyszyła stabilizacja cen surowców rolnych, choć na niższym poziomie niż w poprzednich kwartałach. W konsekwencji, w I kw. 2014 r. inflacja w wielu krajach, w tym zwłaszcza rozwiniętych, ustabilizowała się na niskim poziomie.

Banki centralne głównych gospodarek rozwiniętych w I kw. kontynuowały silnie ekspansywną politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe na niskim poziomie. Jednocześnie w strefie euro następowało pasywne zacieśnienie warunków monetarnych wynikające ze spłacania przez banki komercyjne kredytów zaciągniętych w Eurosystemie w ramach trzyletnich operacji refinansujących przeprowadzonych w latach 2011-12. Fed kontynuował natomiast zakupy aktywów, choć stopniowo ograniczał ich skalę. Zmniejszanie skali zakupów aktywów przez Fed oraz związane z tym pojawienie się oczekiwań na podwyższenie stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w dalszej perspektywie przyczyniły się do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, w szczególności wobec rynków wschodzących. Dodatkowo do wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych przyczynił się wzrost napięć geopolitycznych związany z kryzysem politycznym na

Ukrainie, a następnie aneksją Krymu przez Rosję. W związku z tymi napięciami Rosja wprowadziła ograniczenia handlowe w imporcie niektórych towarów z Unii Europejskiej, w tym z Polski.

Dane dostępne w I kw. potwierdzały, że w Polsce trwało ożywienie gospodarcze. W IV kw. 2013 r. wzrost PKB przyspieszył, a napływające dane – w tym marcowa projekcja – wskazywały na dalsze przyspieszenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. Ożywienie wzrostu gospodarczego było związane głównie z przyspieszaniem wzrostu popytu krajowego. Towarzyszyła temu poprawa wskaźników koniunktury, widoczna szczególnie w przemyśle. Następowala także poprawa na rynku pracy, w tym rosło zatrudnienie i obniżało się bezrobocie. Stopa bezrobocia była jednak nadal podwyższona, przez co presja płacowa pozostawała ograniczona. Ożywienie gospodarcze przyczyniło się do stopniowego wzrostu dynamiki kredytów dla sektora prywatnego w I kw. Obok poprawy koniunktury, ożywieniu akcji kredytowej sprzyjały także niższy niż w poprzednich latach poziom nominalnych stóp procentowych oraz złagodzenie warunków udzielania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych przez banki.

Inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych w I kw. nieznacznie wzrosła, kształtując się jednak nadal poniżej celu inflacyjnego oraz przewidywań z projekcji z listopada 2013 r. Do utrzymywania się niskiej inflacji na początku roku przyczyniał się przede wszystkim spadek cen energii i niska dynamika cen żywności, co było związane z wcześniejszym obniżeniem się cen niektórych surowców energetycznych na rynkach światowych, korzystnymi warunkami pogodowymi, a także wprowadzeniem embarga przez Rosję na polskie mięso. Wzrost cen był również hamowany przez ograniczoną presję popytową. Projekcja marcowa NBP wskazywała, że w następnych kwartałach inflacja będzie istotnie niższa niż wcześniej prognozowano, jednak w kolejnych latach miała stopniowo wracać do celu inflacyjnego NBP.

Wobec tych uwarunkowań, w tym zwłaszcza przyspieszającego wzrostu gospodarczego w Polsce i poprawy sytuacji na rynku pracy, które ograniczało ryzyko utrwalenia się inflacji poniżej celu w średnim okresie, w I kw. 2014 r. Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 2,5%. Jednocześnie Rada sygnalizowała prawdopodobną stabilizację stóp procentowych w kolejnych kwartałach².

W II kw. 2014 r. na świecie utrzymał się umiarkowany wzrost gospodarczy, przy czym w poszczególnych krajach koniunktura była zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych PKB – po przejściowym obniżeniu na początku roku – silnie wzrósł. Dane napływające ze strefy euro, w tym z Niemiec wskazywały natomiast na możliwość wyhamowania ożywienia w tych gospodarkach. Jednocześnie dynamika aktywności gospodarczej w największych gospodarkach wschodzących pozostała niska jak na te kraje, obniżając się znacząco w Rosji i na Ukrainie. Spowolnienie wzrostu w strefie euro i niska dynamika aktywności gospodarczej w największych krajach rozwijających się przyczyniły się do spowolnienia wzrostu eksportu w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Umiarkowany wzrost gospodarczy na świecie wciąż ograniczał presję

² Na posiedzeniach w styczniu i lutym 2014 r. Rada oceniała, że stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmienionym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. W marcu – po zapoznaniu się z projekcją inflacji i PKB – Rada wydłużyła sygnalizowany okres prawdopodobnego utrzymania stóp procentowych na niezmienionym poziomie przynajmniej do końca III kw. 2014 r.

popytowa w wielu krajach. Jednocześnie ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych nieco się obniżyły. W takich warunkach inflacja w wielu krajach pozostawała niska.

W II kw. 2014 r. banki centralne głównych gospodarek rozwiniętych nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną, choć zarysowała się dywergencja tej polityki pomiędzy Fed a EBC. Fed utrzymywał stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. Kontynuował jednak stopniowe wygaszanie programu zakupu aktywów. Z kolei EBC obniżył stopy procentowe, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz ogłosił zamiar podjęcia dodatkowych działań mających na celu zwiększenie płynności sektora bankowego. Łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC sprzyjało poprawie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym nastrojów wobec rynków wschodzących. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast ograniczanie zakupów przez Fed oraz wzrost zagrożeń geopolitycznych, związanych zarówno z ponownym zaostrzeniem sytuacji na Bliskim Wschodzie, jak i konfliktem rosyjsko-ukraińskim.

W związku z pogorszeniem sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, w II kw. pojawiały się sygnały wskazujące na ryzyko pewnego osłabienia koniunktury w Polsce. W szczególności nastąpiło spowolnienie produkcji przemysłowej oraz obniżenie dynamiki eksportu, co było głównie związane z osłabieniem koniunktury w strefie euro oraz pogorszeniem sytuacji w Rosji i na Ukrainie. Jednocześnie jednak nastroje gospodarstw domowych wciąż się poprawiały, czemu towarzyszyło przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym, wspierane przez utrzymującą się poprawę na rynku pracy. W II kw. wciąż obniżało się bezrobocie i rosło zatrudnienie, czemu jednak nadal nie towarzyszył wzrost presji płacowej. Ponadto, napływające informacje wskazywały na utrzymywanie się relatywnie wysokiej dynamiki inwestycji i dalsze przyspieszenie akcji kredytowej dla sektora prywatnego.

W II kw. nasiliły się skutki cenowe rosyjskiego embarga na polskie mięso, czemu towarzyszyło ponowne obniżanie się cen surowców rolnych na rynkach światowych oraz korzystne dla podaży produktów rolnych warunki agrometeorologiczne w kraju. W związku z tym roczna dynamika cen żywności stała się ujemna, co znalazło odzwierciedlenie w spadku rocznej dynamiki CPI w pobliże zera, czemu sprzyjała ograniczona presja popytowa, mimo przyspieszającej dynamiki popytu krajowego.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, w tym obserwowane przyspieszenie popytu krajowego oraz wzrost dynamiki akcji kredytowej, a jednocześnie zewnętrzny charakter wstrząsów wpływających na osłabienie dynamiki cen oraz utrzymującą się niepewność dotyczącą skutków konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, Rada utrzymała stopy na niezmiennym poziomie w II kw. 2014 r. Jednocześnie z uwagi na sygnały wskazujące na możliwość osłabienia ożywienia gospodarczego oraz pogłębienia spadku inflacji, Rada zmodyfikowała swoją ocenę dotyczącą prawdopodobnego okresu stabilizacji stóp procentowych. W czerwcu Rada oceniła, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione do końca III kw. podkreślając, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej będzie możliwa po zapoznaniu się z informacjami napływającymi w kolejnych miesiącach, w tym z lipcową projekcją NBP. W ten sposób Rada nie wydłużyła sygnalizowanego okresu prawdopodobnej stabilizacji stóp procentowych.

W III kw. 2014 r. wzrost gospodarczy na świecie pozostał umiarkowany, a jego tempo było nadal zróżnicowane pomiędzy poszczególnymi gospodarkami. W Stanach Zjednoczonych utrzymało się ożywienie gospodarcze, natomiast w strefie euro, w tym w Niemczech, wzrost gospodarczy pozostał niski. W części największych gospodarek wschodzących, w tym w Chinach i Rosji, dynamika aktywności gospodarczej się obniżała. Umiarkowany wzrost gospodarczy na świecie nadal ograniczał presję popytową w wielu krajach. Jednocześnie na rynkach światowych nasilił się spadek cen surowców rolnych i energetycznych, w tym cen ropy naftowej. W konsekwencji, dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w wielu krajach zaczęła się wyraźnie obniżać, osiągając w części krajów europejskich ujemny poziom.

W III kw. 2014 r. banki centralne głównych gospodarek rozwiniętych nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną, choć utrzymała się dywergencja tej polityki pomiędzy Fed a EBC. Fed utrzymał stopy procentowe na zbliżonym do zera poziomie i kontynuował zmniejszanie skali zakupu aktywów. Z kolei EBC ponownie obniżył stopy procentowe i przeprowadził pierwszą warunkową długoterminową operację refinansującą oraz ogłosił zamiar wznowienia zakupów aktywów finansowych sektora prywatnego. Złagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro oddziaływało w kierunku dalszej poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych w odniesieniu do rynków wschodzących. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast ograniczanie zakupów przez Fed oraz dalszy wzrost zagrożeń geopolitycznych, związanych zarówno z ponownym zaostreniem sytuacji na Bliskim Wschodzie, jak i konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. W reakcji na nasilenie się tego konfliktu rosyjsko-ukraińskiego Stany Zjednoczone i Unia Europejska, nałożyły sankcje gospodarcze na Rosję. W odpowiedzi Rosja wprowadziła dodatkowe ograniczenia handlowe w imporcie produktów żywnościowych z Unii Europejskiej, w tym z Polski. Ograniczenia w handlu pomiędzy Unią Europejską a Rosją, jak i ryzyko ich dalszego rozszerzenia, przyczyniły się do zwiększenia niepewności co do perspektyw popytu zagranicznego.

Informacje dotyczące aktywności gospodarczej napływające na początku III kw. wskazywały, że pomimo niekorzystnych uwarunkowań w otoczeniu polskiej gospodarki wzrost PKB w III kw. może utrzymać się na zbliżonym poziomie w stosunku do poprzedniego kwartału. Jednocześnie lipcowa projekcja inflacji i PKB wskazywała, że w dłuższym horyzoncie wzrost może być niższy niż oczekiwano w projekcji marcowej, choć do połowy 2016 r. nadal na poziomie przekraczającym potencjalne tempo wzrostu. Podobnie jak w II kw., sygnały osłabienia koniunktury w III kw. dotyczyły eksportu, którego dynamika nadal się obniżała. Dane dostępne w III kw. wskazywały również na pewne spowolnienie sprzedaży detalicznej przy niewielkim pogorszeniu nastrojów konsumentów oraz niską dynamikę produkcji przemysłowej w warunkach pogarszających się nastrojów w przemyśle. Jednak nadal poprawiała się sytuacja na rynku pracy, w tym rosło zatrudnienie i obniżało się bezrobocie, choć nie prowadziło to do przyspieszenia dynamiki nominalnych wynagrodzeń. Towarzyszył temu stabilny wzrost kredytów dla sektora prywatnego.

W III kw. 2014 r. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżyła się poniżej zera, do czego przyczyniło się głównie silne pogłębienie spadku cen żywności w związku z rozszerzeniem embarga na polskie produkty żywnościowe oraz pogłębieniem spadku cen towarów rolnych na rynkach światowych. Do obniżenia poziomu cen przyczyniała się również ujemna dynamika cen energii związana z nasilającym się spadkiem cen surowców energetycznych na światowych rynkach, w tym

cen ropy naftowej. Przyspieszenie spadku cen surowców spowodowało również pogłębienie ujemnej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu. Obniżyła się także inflacja bazowa po wyłączeniu energii i żywności, do czego częściowo przyczynił się ujemny efekt bazy związany z silnym wzrostem opłat za wywóz nieczystości w III kw. poprzedniego roku. Towarzyszyło temu obniżenie oczekiwań inflacyjnych. Ponadto, lipcowa projekcja inflacji i PKB wskazywała, że, choć okres ujemnej dynamiki cen powinien być przejściowy i w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie systematycznie rosła, to powrót inflacji w okolice celu nastąpi później niż wynikało z projekcji marcowej.

Wobec jedynie niewielkiej skali obniżenia oczekiwanego tempa wzrostu PKB w kolejnych latach i przejściowego charakteru deflacji, jak również w świetle oczekiwań z lipcowej projekcji inflacji i PKB wskazującej, że inflacja pod koniec 2016 r. powróci w okolice celu NBP, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada nie sygnalizowała już jednak okresu prawdopodobnego utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W ten sposób Rada zasugerowała możliwość obniżenia stóp procentowych w kolejnym kwartale.

W IV kw. 2014 r. wzrost gospodarczy na świecie pozostał umiarkowany, a jego tempo było nadal zróżnicowane pomiędzy poszczególnymi gospodarkami. Wzrost w Stanach Zjednoczonych – pomimo pewnego spowolnienia – pozostał znacznie szybszy niż w strefie euro. Jednocześnie w strefie euro pojawiały się sygnały stopniowej poprawy koniunktury, choć wzrost gospodarczy pozostał tam niski. W Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, wzrost gospodarczy przyspieszył. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej pozostawała niska jak na te kraje. Napływające dane wskazywały także na pogłębienie recesji na Ukrainie oraz prawdopodobny spadek dynamiki PKB w Rosji. Obniżenie dynamiki wzrostu w gospodarkach wschodzących, przy jednoczesnym zwiększeniu podaży ropy na rynkach światowych przyczyniło się do nasilenia spadku cen tego surowca. W tym czasie ceny surowców rolnych utrzymały się na relatywnie niskim poziomie. Spadek cen surowców w IV kw. i poprzednich kwartałach przy wciąż ograniczonej presji popytowej przyczyniał się do dalszego obniżania dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w wielu gospodarkach. W wielu krajach europejskich, w tym w strefie euro, wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych był pod koniec 2014 r. ujemny.

Banki centralne głównych gospodarek rozwiniętych utrzymywały stopy procentowe w pobliżu zera. Jednocześnie EBC rozpoczął zakupy aktywów finansowych sektora prywatnego, a Fed zakończył luzowanie ilościowe i sygnalizował możliwość podnoszenia stóp procentowych w kolejnym roku. Zakończenie łagodzenia ilościowego oraz wzrost oczekiwań na podwyższanie stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych przyczyniły się do silnej aprecjacji dolara i deprecjacji wielu walut krajów rozwijających się. Szczególnie silna deprecjacja dotyczyła rosyjskiego rubla, do czego dodatkowo przyczyniła się eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego oraz silny spadek cen ropy naftowej. Silna deprecjacja rubla oraz osłabienie walut krajów rozwijających się doprowadziła do pewnej deprecjacji złotego pod koniec 2014 r. oraz zwiększyła niepewność dotyczącą kształtowania się kursów walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

W Polsce, napływające dane sygnalizowały spowolnienie wzrostu PKB w III kw., a prognozy na IV kw. wskazywały na dalsze osłabienie dynamiki PKB. Jednocześnie jednak tempo wzrostu

gospodarczego pozostawało wyraźnie wyższe niż w większości krajów europejskich. Na niewielkie osłabienie dynamiki aktywności wskazywało obniżenie dynamiki produkcji budowlano-montażowej oraz nieznaczne osłabienie wzrostu sprzedaży detalicznej. W kierunku ożywienia aktywności gospodarczej oddziaływało natomiast przyspieszenie wzrostu produkcji i eksportu, do czego przyczyniała się stopniowa poprawa koniunktury w strefie euro, w tym istotny wzrost PKB w Niemczech. Jednocześnie w Polsce nadal poprawiała się sytuacja na rynku pracy i utrzymywała umiarkowana dynamika płac nominalnych, co przy ujemnej dynamice cen, zwiększało realną dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Towarzyszyła temu stabilna – mimo niewielkiego osłabienia – dynamiki akcji kredytowej, przekraczająca dynamikę nominalnego PKB.

W IV kw. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych nadal się obniżała, do czego przyczynił się silny spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych, pogłębienie spadku cen żywności związane z nasileniem skutków cenowych rosyjskiego embarga na polskie artykuły żywnościowe oraz efektami korzystnych warunków agrometeorologicznych w 2014 r. Obniżyła się również większość miar inflacji bazowej, choć inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła wobec poprzedniego kwartału. Utrzymywanie się ujemnej dynamiki cen wraz ze spadkiem cen ropy skutkowało dalszym obniżeniem oczekiwań inflacyjnych.

Silne obniżenie cen ropy oraz spadek cen żywności, przy jednoczesnym nieznacznym osłabieniu wzrostu gospodarczego, doprowadziło do znaczącej rewizji prognoz dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych na kolejne kwartały. W efekcie listopadowa projekcja inflacji wskazywała, że okres ujemnej dynamiki cen będzie dłuższy niż wcześniej oceniano, a inflacja w średnim okresie utrzyma się poniżej celu inflacyjnego NBP. Zgodnie z listopadową projekcją PKB wzrost gospodarczy – pomimo pewnego obniżenia w krótkim horyzoncie – w kolejnych latach miał pozostać stabilny, utrzymując się w pobliżu 3%.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, zwłaszcza istotne obniżenie prognoz dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych na kolejne lata zwiększające ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, w październiku Rada obniżyła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną o 0,5 pkt proc. do 2,0%, jednocześnie zawężając różnicę pomiędzy stopą depozytową a stopą lombardową³. Obniżenie stóp procentowych oddziaływało w kierunku podwyższenia dynamiki popytu w kolejnych kwartałach i powrotu inflacji w pobliże celu w średnim okresie. W listopadzie i grudniu Rada utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie uznając, że ich istotne obniżenie w październiku przy prognozowanym utrzymaniu relatywnie stabilnego wzrostu gospodarczego w kolejnych latach powinno być wystarczające do ograniczenia ryzyka utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W listopadzie i grudniu Rada zasygnalizowała, że nie wyklucza jednak możliwości obniżenia stóp procentowych w kolejnych miesiącach w sytuacji dalszego wyraźnego obniżenia prognoz dynamiki cen, a przez to pogorszenia perspektywy powrotu inflacji do celu w średnim okresie. Decydując o skali obniżenia stóp procentowych w IV kw. Rada brała pod uwagę z jednej strony ryzyko związane z utrzymywaniem się

³ W październiku Rada zmieniła także oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej. Od 9 października 2014 r. oprocentowanie to jest liczone jako 0,9 stopy referencyjnej NBP (zamiast 0,9 stopy redyskonta weksli).

inflacji poniżej celu, a z drugiej ryzyko pojawienia się nierównowag makroekonomicznych związanych z niskim poziomem stóp procentowych.

* * *

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii celu inflacyjnego była w 2014 r. – podobnie jak w poprzednich latach – komunikacja z otoczeniem, polegająca na przedstawianiu przez Radę informacji o podejmowanych i możliwych przyszłych decyzjach wraz z oceną przebiegu procesów gospodarczych wpływającą na te decyzje. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2014 r. nadal należały publikowane cyklicznie: *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* (i towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniu Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*⁴, *Raporty o inflacji*, a także publikowane raz w roku: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013* i *Założenia polityki pieniężnej na rok 2015*.

⁴ W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które wpływały na decyzje podejmowane przez Radę w 2014 r.

3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2014 r.

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej były stopy procentowe NBP. Stopa referencyjna określała rentowność operacji otwartego rynku. Z kolei stopy depozytowa oraz lombardowa wyznaczały poziomy oprocentowania odpowiednich operacji depozytowo-kredytowych.

Zestaw instrumentów stosowany przez NBP w 2014 r. był dostosowany do realizowanej strategii polityki pieniężnej, a także do utrzymującej się w krajowym sektorze bankowym trwałej nadwyżki płynności.

Sytuacja na krajowych oraz zagranicznych rynkach finansowych nie wymagała korzystania przez NBP w 2014 r. z dodatkowych, w odniesieniu do stosowanych w poprzednim roku, instrumentów polityki pieniężnej.

Płynność sektora bankowego w 2014 r.

W 2014 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach utrzymującej się nadpłynności⁵ sektora bankowego. Jej średni poziom w roku wyniósł 108.816 mln zł⁶. W porównaniu do 2013 r. oznacza to spadek o 17.725 mln zł, tj. o 14,0%.

W trakcie 2014 r. nadpłynność sektora bankowego ulegała stopniowemu spadkowi i w poszczególnych miesiącach kształtowała się w granicach od 99.218 mln zł (w grudniu) do 123.226 mln zł (w styczniu). Oznacza to niższy średni poziom nadpłynności o 24.267 mln zł (tj. o 19,7%), porównując wartości z grudnia 2014 r. do grudnia 2013 r.

W 2014 r. największy wpływ na płynność sektora bankowego (w ujęciu grudzień 2014 r. do grudnia 2013 r.) miał wzrost poziomu pieniądza gotówkowego oraz sprzedaż walut obcych netto przez NBP. Przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu spowodował spadek nadpłynności w ciągu roku o 14.190 mln zł, natomiast transakcje walutowe o 11.820 mln zł. Sprzedaż walut obcych netto wynikała przede wszystkim z nadwyżki sprzedaży walut przez NBP w związku z przewalutowaniem składki członkowskiej wpłacanej na rachunek Komisji Europejskiej nad skupem walut z rachunku Ministra Finansów. Dodatkowo, wzrost rezerwy obowiązkowej w ciągu roku ograniczył płynność o 2.886 mln zł.

Wśród czynników zwiększających płynność sektora bankowego (również w ujęciu grudzień 2014 r. do grudnia 2013 r.) największe znaczenie miała wypłata dyskonta od bonów pieniężnych NBP (2.654 mln zł) oraz wypłata odsetek od rezerwy obowiązkowej (774 mln zł). Pozostałe czynniki autonomiczne miały mniejsze znaczenie dla kształtowania się poziomu płynności w minionym roku.

⁵Nadpłynność sektora bankowego jest to nadwyżka środków pozostająca w sektorze bankowym ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej, obliczana w odpowiednich okresach utrzymywania rezerwy. Miara nadpłynności jest saldo przeprowadzanych przez bank centralny operacji otwartego rynku oraz depozytowo-kredytowych.

⁶W okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Stopy procentowe NBP

Najważniejsze znaczenie w realizacji polityki pieniężnej w 2014 r. miała stopa referencyjna NBP. Zmiany jej wysokości wyznaczały kierunek prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej. Stopa ta, określając rentowność operacji otwartego rynku, wpływała na oprocentowanie krótkoterminowych instrumentów rynku pieniężnego, w tym m.in. niezabezpieczonych depozytów międzybankowych.

Stopa depozytowa oraz stopa lombardowa NBP wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych overnight na rynku międzybankowym.

Operacje otwartego rynku

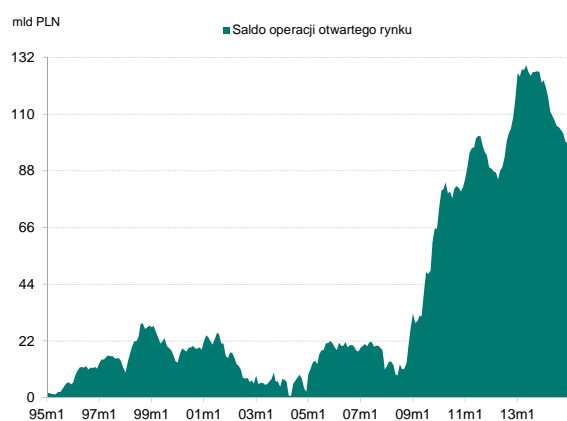
W 2014 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej było dążenie do kształtowania stawki POLONIA⁷ w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Zasadnicze znaczenie w realizacji wskazanego zadania miały operacje otwartego rynku, przeprowadzane z inicjatywy banku centralnego.

Podstawowe operacje otwartego rynku były głównym narzędziem wykorzystywanym do zarządzania płynnością sektora bankowego. Z uwagi na trwałą nadwyżkę płynności, utrzymującą się w krajowym sektorze bankowym, operacje te miały charakter absorbujący płynność.

Operacje podstawowe przeprowadzane były regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Na wszystkich przetargach obowiązywała stała rentowność równa wysokości stopy referencyjnej NBP. Określając poziomy poszczególnych operacji, NBP dążył do utrzymywania zbilansowanych warunków płynnościowych w sektorze bankowym na przestrzeni okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

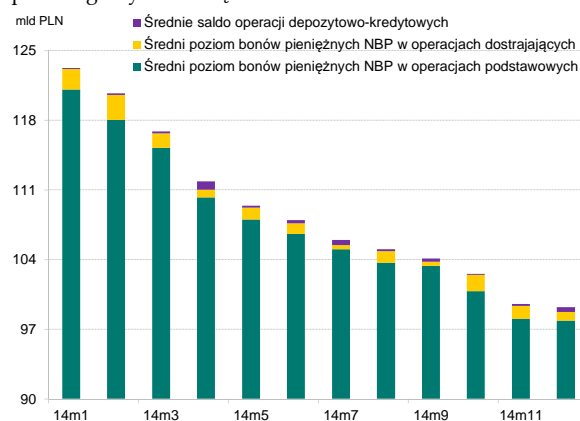
W 2014 r. NBP przeprowadził 53 operacje podstawowe. Średni poziom bonów pieniężnych emitowanych w ramach operacji tego typu wyniósł 107.280 mln zł i był niższy o 16.952 mln zł w porównaniu z 2013 r.

Wykres 1 Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995 – 2014



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2 Instrumenty absorbujące nadpłynność w poszczególnych miesiącach w 2014 r.



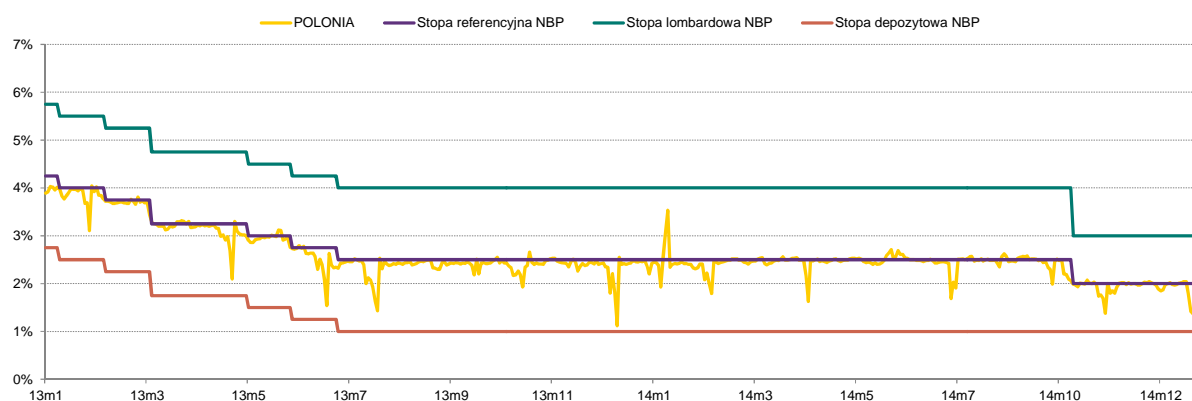
Źródło: Dane NBP.

⁷ POLONIA (ang. Polish Overnight Index Avarage) – średnia stawka overnight ważona wielkością transakcji na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17.00.

W 2014 r., poza operacjami podstawowymi, NBP przeprowadzał również dostrajające operacje otwartego rynku. Operacje te stosowane były regularnie w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, a także nieregularnie w przypadku wystąpienia znacznego niezbilansowania warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

W 2014 r. operacje dostrajające przeprowadzane były wyłącznie w formie emisji bonów pieniężnych NBP, o terminach zapadalności krótszych w porównaniu do bonów emitowanych w ramach operacji podstawowych. Przeprowadzono łącznie 19 operacji tego typu (o 6 mniej niż w roku poprzednim). Średni poziom emisji bonów pieniężnych NBP w ramach operacji dostrajających wyniósł 1.238 mln zł i był niższy od wartości uzyskanej w 2013 r. o 608 mln zł.

Wykres 3 Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w latach 2013-2014



Źródło: Dane NBP.

W 2014 r. nastąpiło dalsze zbliżenie stawki POLONIA do stopy referencyjnej NBP, w porównaniu do lat poprzednich. Średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP wyniosło 11 pb, wobec 18 pb w 2013 r.⁸

Stopniowe zmniejszanie odchylenia stawki POLONIA do stopy referencyjnej NBP obserwowane jest od 2009 r., kiedy ukształtowało się na poziomie 89 pb. Skala odchylenia indeksu POLONIA od stopy referencyjnej NBP odnotowana w 2014 r. była jednocześnie niższa od poziomów reprezentujących okres przed eskalacją kryzysu finansowego, tj. przed październikiem 2008 r. Średnie absolutne odchylenie POLONII od stopy referencyjnej NBP wyniosło wówczas odpowiednio 16 pb w 2006 r., 23 pb w 2007 r. oraz 19 pb w okresie styczeń-wrzesień 2008 r.

Stosowanie przez NBP trwałych zasad zarządzania płynnością sektora bankowego, przy wykorzystaniu operacji otwartego rynku, ograniczało skłonność banków do lokowania nadwyżek płynnościowych w instrumenty o oprocentowaniu istotnie odbiegającym od rentowności operacji otwartego rynku (wyznaczonej obowiązującą wysokością stopy referencyjnej NBP). W szczególności zmniejszeniu uległ wpływ poziomu oprocentowania depozytu na koniec dnia (stopy depozytowej NBP) na oprocentowanie depozytów zawieranych na rynku międzybankowym, co sprzyjało ograniczeniu odchylenia stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP.

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

Wykorzystywany przez NBP sposób zarządzania płynnością sektora bankowego pozwolił także na stopniowe ograniczanie częstotliwości przeprowadzania nieregularnych operacji dostrajających (przeprowadzanych w trakcie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej). W 2014 r. zastosowano 7 operacji tego typu, w porównaniu do 13 w 2013 r., 11 w 2012 r. oraz 20 w 2011 r.

Rezerwa obowiązkowa

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

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

W 2014 r. obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej obejmujący dotychczas banki, oddziały instytucji kredytowych i oddziały banków zagranicznych działające w Polsce został rozszerzony na spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz na Krajową Spółdzielczą Kasę Oszczędnościowo-Kredytową. W dniu 31 marca 2014 r. rezerwę obowiązkową na rachunek w NBP odprowadziło po raz pierwszy 55 spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa.

Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowiły zwrotne środki pieniężne gromadzone na rachunkach oraz środki uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych z wyjątkiem środków przyjętych od innego banku krajowego, spółdzielczej kasy oszczędnościowo-kredytowej oraz od Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej. Ponadto banki, oddziały instytucji kredytowych i oddziały banków zagranicznych działające w Polsce wyłączały z podstawy naliczania rezerwy środki pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata, środki gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-kredytowych w kasach mieszkaniowych, środki na indywidualnych kontach emerytalnych, środki pozyskane na podstawie umów o prowadzenie indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego oraz środki zwrotne otrzymane z BFG.

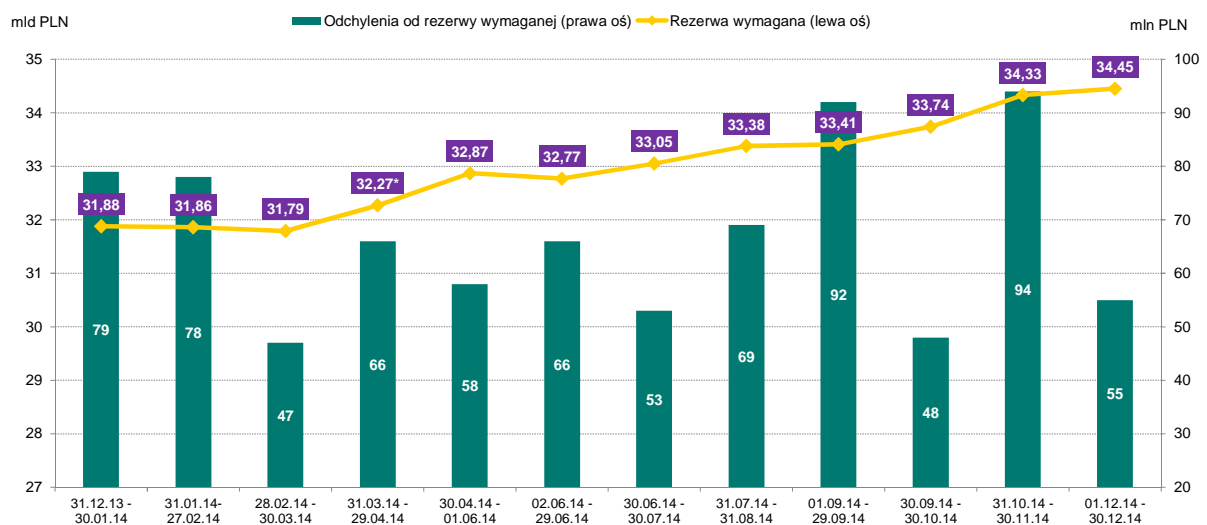
Rezerwa obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych. Wartość naliczonej rezerwy podmioty pomniejszały o równowartość 500 tys. euro. Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2014 r. wynosiła 3,5% od wszystkich zobowiązań, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu transakcji repo i sell-buy-back, od których obowiązywała stopa rezerwy obowiązkowej w wysokości 0,0%. Rezerwa obowiązkowa na dzień 31 grudnia 2014 r. ukształtowała się na poziomie 34.696 mln zł, w tym rezerwa obowiązkowa banków komercyjnych wynosiła 32.201 mln zł, rezerwa obowiązkowa w bankach spółdzielczych – 2.040 mln zł, natomiast rezerwa obowiązkowa spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Kasy Krajowej – 454 mln zł. Rezerwa obowiązkowa ogółem była wyższa w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2013 r. o 2.820 mln zł, co oznacza wzrost o 8,8%. Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku zwiększenia poziomu rezerwy obowiązkowej w

2014 r. był przyrost depozytów w sektorze bankowym, od których naliczana jest rezerwa obowiązkowa oraz wspomniane rozszerzenie zakresu podmiotowego systemu rezerwy obowiązkowej o spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe i Krajową Spółdzielczą-Kasę Oszczędnościowo-Kredytową.

Do dnia 8 października 2014 r. oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej utrzymywanej na rachunkach w NBP wynosiło 0,9 stopy redyskontowej weksli. Od dnia 9 października 2014 r. oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej wynosi 0,9 stopy referencyjnej NBP. Powyższa zmiana miała na celu utrzymanie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej nieznacznie poniżej rentowności podstawowych operacji otwartego rynku, niezależnie od poziomu stopy referencyjnej NBP.

Przeciętne oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej w 2014 r. wyniosło 2,32% wobec 2,87% w 2013 r. Obniżenie wysokości oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej w 2014 r. o 0,55 pkt proc. w porównaniu do 2013 r. było wynikiem obniżenia przeciętnego poziomu podstawowych stóp procentowych NBP (stopy redyskonta weksli i stopy referencyjnej), które w tym okresie stanowiły podstawę oprocentowania środków rezerwy.

Wykres 4 Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2014 r.



* rozszerzenie zakresu podmiotowego obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej o spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe i Krajową Spółdzielczą-Kasę Oszczędnościowo-Kredytową

Źródło: Dane NBP.

W 2014 r. we wszystkich okresach rezerwowych odnotowana została niewielka nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów w porównaniu z wymaganym poziomem rezerwy obowiązkowej. Osiągnęła ona minimalną wartość w marcu (47,0 mln zł), natomiast maksymalną nadwyżkę odnotowano w listopadzie (94,2 mln zł). Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów rezerwy w 2014 r. wyniosła 67,1 mln zł i stanowiła 0,21% przeciętnego poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej.

W 2014 r. odnotowano 4 przypadki nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej przez banki komercyjne (w 2013 r. odnotowano 2 takie przypadki) oraz 1 przez spółdzielczą kasę oszczędnościowo-kredytową, w kwotach odpowiednio 1.375 tys. zł (łącznie za 4 banki) oraz 49.966 tys. zł. Podmiotom tym naliczone zostały odsetki karne w wysokości dwukrotności stopy lombardowej NBP, tj. odpowiednio 8.799 zł oraz 246.409 zł.

Operacje depozytowo-kredytowe

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

Stopa oprocentowania kredytu lombardowego, wyznaczająca maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP, określała jednocześnie górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym, natomiast stopa depozytowa stanowiła ograniczenie korytarza ich odchyleń od dołu. Dodatkowo, czterokrotność poziomu oprocentowania kredytu lombardowego wyznaczała wysokość tzw. odsetek maksymalnych.

Podobnie jak w latach ubiegłych, w 2014 r. banki sporadycznie korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 49 mln zł i była ponad 3-krotnie niższa od kwoty w 2013 r. (163 mln zł). Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego ukształtowało się na poziomie 133 tys. zł.

W 2014 r. banki złożyły depozyty na koniec dnia w NBP ogółem w kwocie 109 mld zł (liczone za okresy ich utrzymywania), tj. o 35,5% niższe w stosunku do wartości środków ulokowanych w analogiczny sposób w roku poprzednim. Średni dzienny poziom depozytów na koniec dnia wyniósł 298 mln zł wobec 463 mln zł 2013 r. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Swapy walutowe

Wykorzystując transakcje typu swap walutowy NBP może 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 2014 r. bank centralny nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

Interwencje walutowe

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

W 2014 r. bank centralny nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

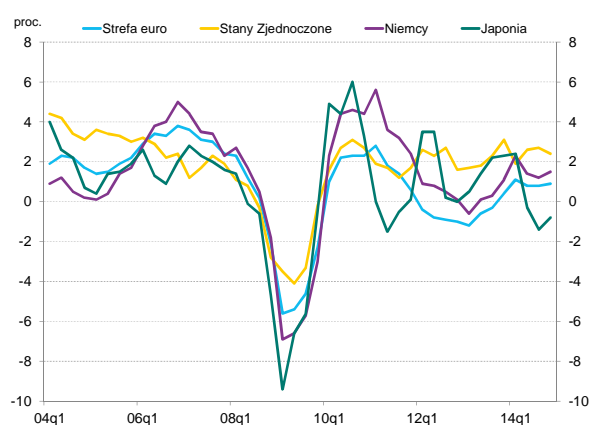
Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki

W 2014 r. wzrost gospodarczy na świecie pozostał umiarkowany, przy dalszym zróżnicowaniu koniunktury pomiędzy poszczególnymi gospodarkami (Wykres 5, Wykres 6). W Stanach Zjednoczonych, po przejściowym spowolnieniu na początku roku, związanym z wyjątkowo niekorzystnymi czynnikami pogodowymi, trwało ożywienie gospodarcze. Wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych był wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego związany z systematyczną poprawą na rynku pracy oraz wciąż ekspansywną politykę pieniężną.

Natomiast w strefie euro, po dwóch latach recesji, wzrost PKB ukształtował się powyżej zera, jednak pozostał niski. Utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w tej gospodarce wynikało przede wszystkim z problemów strukturalnych części krajów tego obszaru walutowego, w tym z wysokiego poziomu zadłużenia prywatnego, przyczyniającego się do spadku akcji kredytowej. W niektórych krajach strefy euro, zwłaszcza w Niemczech, dynamika PKB była ograniczana przez spadek eksportu, związany z konfliktem rosyjsko-ukraińskim, przy braku wyraźnego wzrostu popytu w innych krajach strefy euro.

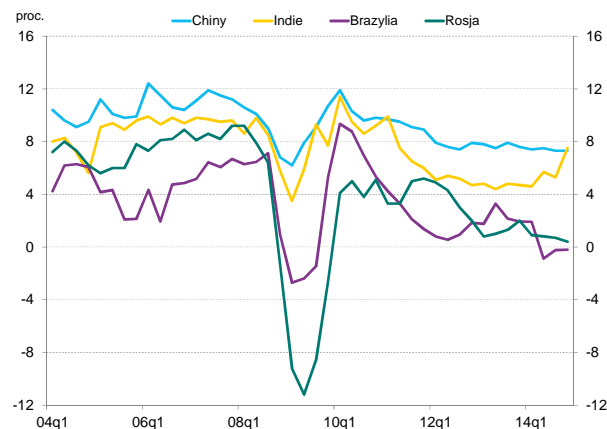
W największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB w 2014 r. pozostała niska jak na te kraje, spowalniając w większości z nich. Wzrost gospodarczy spowalniał w Chinach i szczególnie silnie w Rosji. W Chinach aktywność gospodarczą ograniczało pogorszenie koniunktury na rynku nieruchomości. Natomiast w Rosji silne spowolnienie dynamiki PKB wynikało z konsekwencji gospodarczych wojny z Ukrainą, a także – w drugiej połowie roku – znacznego spadku cen ropy naftowej oraz kryzysu walutowego.

Wykres 5 Wzrost PKB w największych gospodarkach rozwiniętych (r/r) w latach 2004-2014



Źródło: Bloomberg, Eurostat.

Wykres 6 Wzrost PKB w największych gospodarkach wschodzących (r/r) w latach 2004-2014

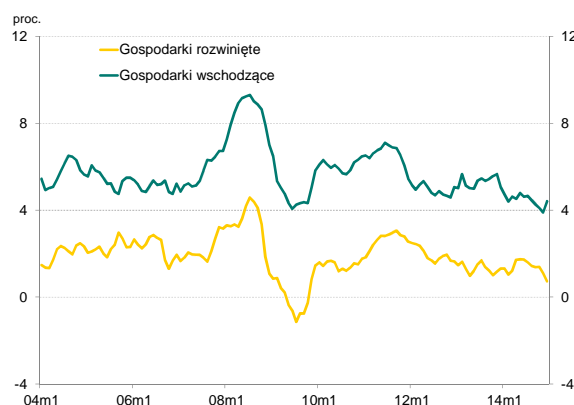


Źródło: Bloomberg, Ecwin.

Umiarkowany wzrost gospodarczy na świecie przyczyniał się do niskiej inflacji, a nawet deflacji w niektórych gospodarkach (Wykres 7). Dodatkowo, ceny surowców rolnych i energetycznych, zwłaszcza ropy naftowej, po stabilizacji na początku 2014 r. w połowie roku zaczęły się silnie obniżać (Wykres 8). W grudniu 2014 r. ceny ropy naftowej były o 48,3% niższe niż w grudniu 2013 r., ceny

gazu ziemnego – o 4,9%, ceny węgla kamiennego – o 26,2%, a żywności – o 15,3%. Spadek cen surowców rolnych był spowodowany korzystnymi warunkami agrometeorologicznymi, natomiast spadek cen ropy naftowej wynikał głównie ze zwiększenia podaży tego surowca, przy utrzymującym się niskim wzroście gospodarczym w krajach rozwijających się. W konsekwencji w II połowie 2014 r. inflacja w wielu gospodarkach znacznie się obniżyła, a w strefie euro oraz w niektórych pozostałych krajach europejskich dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pod koniec roku spadła poniżej zera.

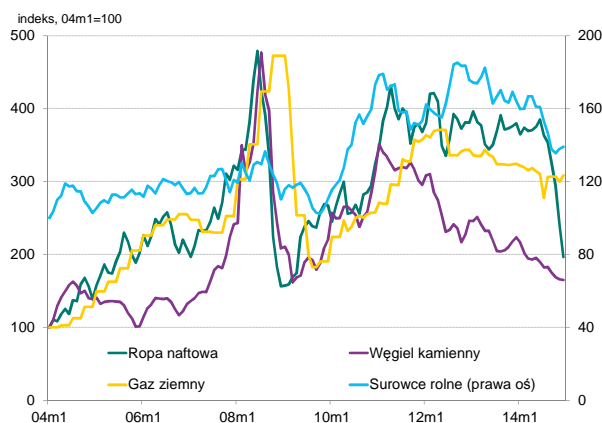
Wykres 7 Inflacja na świecie* w latach 2004-2014



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

* Średnia inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (80% PKB w tej grupie krajów), ważona PKB.

Wykres 8 Ceny surowców na rynkach światowych w latach 2004-2014



Źródło: Dane Bloomberg.

Ze względu na umiarkowaną dynamikę aktywności gospodarczej oraz towarzyszącą temu niską presję inflacyjną, w 2014 r. główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną (Wykres 9, Wykres 10). Jednak z uwagi na różne perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji, stopniowo następowała dywergencja polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne. Rezerwa Federalna (Fed) sukcesywnie ograniczała program zakupu aktywów, a w październiku zakończyła go, pozostawiając jednak stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. Natomiast Europejski Bank Centralny (EBC) zwiększał skalę ekspansywności polityki pieniężnej poprzez dalsze obniżanie stóp procentowych, wprowadzenie warunkowych długoterminowych operacji refinansujących (*targeted LTRO*), nowego programu zakupu aktywów sektora prywatnego, a także zapowiadając możliwość uruchomienia programu zakupu obligacji sektora publicznego^{9,10}. Działania EBC skłoniły wiele banków centralnych gospodarek powiązanych gospodarczo ze strefą euro (w tym Szwajcarii, Szwecji, Rumunii, Czech, Węgier i Izraela) do poluzowania swojej polityki pieniężnej.

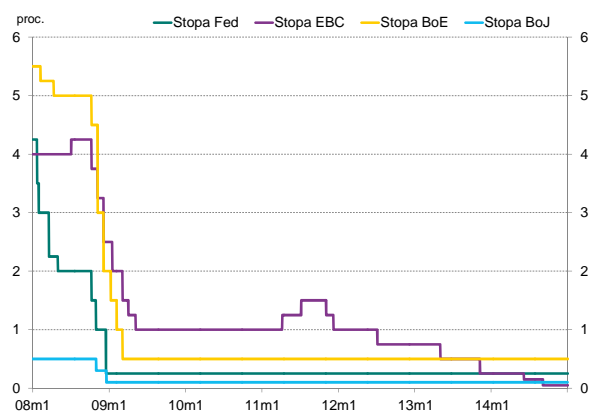
Silnie ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych sprzyjała wzrostowi cen akcji i obligacji w części gospodarek rozwiniętych. Równocześnie zakończenie programu skupu aktywów

⁹ Ostatecznie program zakupu papierów skarbowych aktywów rządowych został ogłoszony w styczniu 2015 r.

¹⁰ Również Bank Japonii prowadził silnie ekspansywną politykę pieniężną, zwiększając skalę zakupu aktywów, głównie obligacji rządowych, pozostawiając stopy procentowe na poziomie bliskim zera.

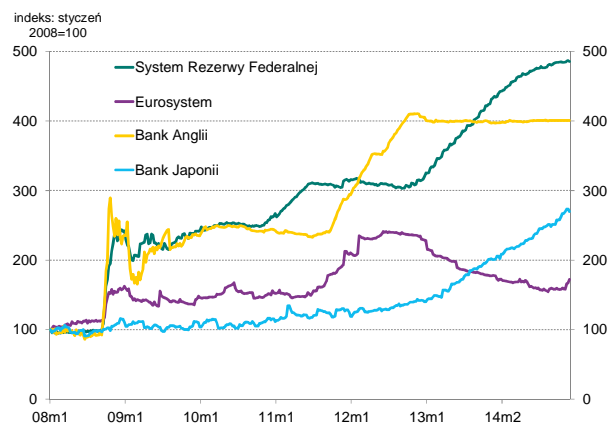
finansowych i oczekiwania co do rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych przez Fed doprowadziły do aprecjacji dolara względem wielu gospodarek rozwiniętych i wschodzących. W szczególności, silna aprecjacja dolara względem euro i walut krajów istotnie powiązanych ze strefą euro była wzmacniana przez łagodzenie polityki pieniężnej EBC. Kursy walutowe części gospodarek osłabiały się również ze względu na wzrost ryzyka geopolitycznego (kryzys rosyjsko-ukraiński i eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie), a także – w przypadku krajów eksportujących ropę naftową, w tym zwłaszcza Rosji – z uwagi na silny spadek cen ropy naftowej. Deprecjacja kursów walutowych skłoniła banki centralne niektórych gospodarek krajów rozwijających się do podniesienia stóp procentowych lub interwencji na rynku walutowym.

Wykres 9 Stopy procentowe głównych banków centralnych w latach 2008-2014



Źródło: Bloomberg.

Wykres 10 Sumy bilansowe głównych banków centralnych w latach 2008-2014 (styczeń 2008 r. = 100)

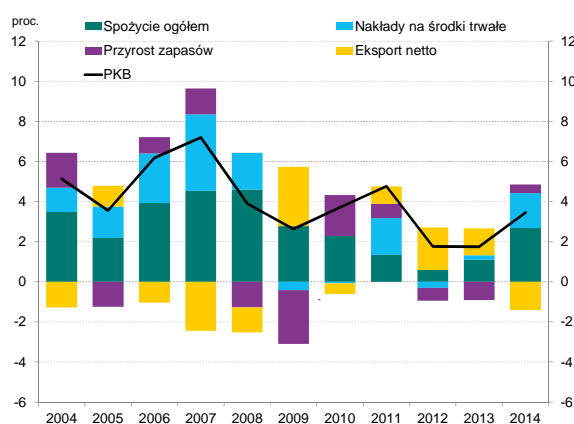


Źródło: Bloomberg, obliczenia NBP.

Załącznik 2. PKB i popyt krajowy¹¹

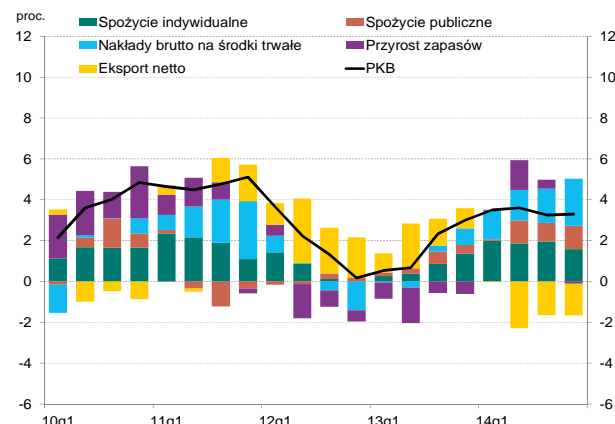
Roczna dynamika PKB w 2014 r. wyniosła 3,4% (wobec 1,7% w 2013 r.). Wzrost dynamiki PKB w 2014 r. był niższy niż wzrost popytu krajowego. W efekcie eksport netto miał ujemny wkład do wzrostu PKB, do czego przyczynił się wzrost dynamiki importu związany z ożywieniem popytu krajowego, przy utrzymującej się umiarkowanej dynamice eksportu w warunkach niekorzystnej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki.

Wykres 11 Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB w latach 2004-2014 (dane roczne)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 12 Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB w latach 2010-2014 (dane kwartalne)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wzrost gospodarczy po przyspieszeniu w I połowie 2014 r. (z 3,0% r/r w IV kw. 2013 r. do 3,6% r/r w II kw. 2014 r.) w II połowie roku nieznacznie spowolnił, jednak utrzymał się powyżej 3%. Poniżej omówiono kształtowanie się głównych składników popytu zagregowanego.

W 2014 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostu spożycia indywidualnego. Do ożywienia konsumpcji przyczynił się wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych będący efektem zarówno poprawy sytuacji na rynku pracy, jak i obniżającej się, a następnie ujemnej dynamiki cen. Wzrostowi dynamiki spożycia indywidualnego sprzyjał także stabilny wzrost kredytów konsumpcyjnych postępujący w warunkach wyraźnego łagodzenia polityki kredytowej przez banki, a także poprawa nastrojów konsumentów w ciągu tego roku. Spadek inflacji – w warunkach zamrożenia nominalnego poziomu płac w sferze budżetowej – przyczynił się także do niewielkiego wzrostu dynamiki spożycia zbiorowego.

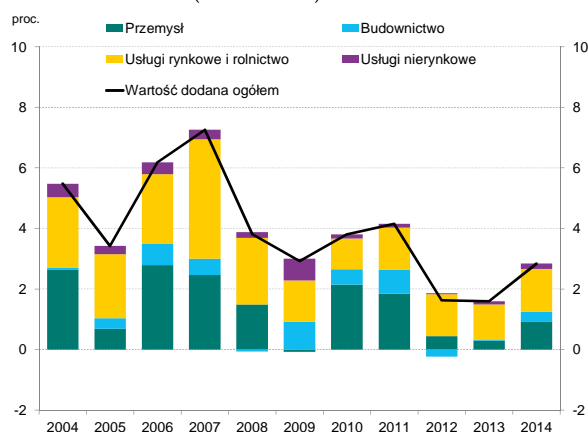
Wzrost nakładów brutto na środki trwałe w 2014 r. znacząco przyspieszył wobec 2013 r. Na ożywienie popytu inwestycyjnego złożył się wzrost dynamiki inwestycji we wszystkich sektorach gospodarki: w sektorze przedsiębiorstw, finansów publicznych oraz gospodarstw domowych. Do wzrostu dynamiki nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw przyczyniła się rosnąca skłonność firm do inwestowania związana z utrzymującym się umiarkowanym wzrostem gospodarczym oraz wysokim

¹¹ Prezentowane w Załączniku 2 dane o rachunkach narodowych są zgodne z metodyką ESA 2010.

stopniem wykorzystania zdolności produkcyjnych. Ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw sprzyjała także dobra sytuacja finansowa firm, a także wysoka dostępność finansowania wynikająca zarówno ze złagodzenia kryteriów kredytowych przez banki jak i niższego niż w poprzednich latach oprocentowania kredytów¹². Ograniczająco na wzrost inwestycji przedsiębiorstw oddziaływała natomiast utrzymująca się niepewność co do popytu, związana w szczególności z sytuacją w otoczeniu polskiej gospodarki. Z kolei przyspieszenie wzrostu inwestycji publicznych wiązało się głównie z silnym wzrostem wydatków inwestycyjnych samorządów, w tym wydatków współfinansowanych z środków UE z perspektywy 2007-2013. Natomiast do wzrostu dynamiki inwestycji mieszkaniowych przyczyniła się poprawa sytuacji na rynku pracy, niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów hipotecznych.

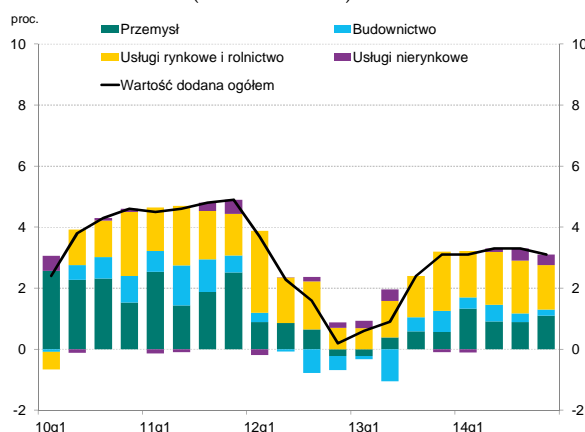
W 2014 r. – w przeciwieństwie do 2013 r. – eksport netto miał ujemny wkład do wzrostu PKB, co wynikało z wyraźnego przyspieszenia importu przy stabilizacji dynamiki eksportu. Do wzrostu dynamiki importu przyczyniło się ożywienie popytu krajowego. Z kolei wzrost eksportu był ograniczany przez utrzymującą się niekorzystną koniunkturę w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym niski wzrost PKB w strefie euro, istotne spowolnienie aktywności gospodarczej w Rosji i recesję na Ukrainie.

Wykres 13 Wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto w latach 2004-2014 (dane roczne)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 14 Wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto w latach 2010-2014 (dane kwartalne)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Dynamika wartości dodanej brutto zwiększyła się z 1,8 % r/r w 2013 r. do 3,2% r/r w 2014 r. Na wzrost dynamiki wartości dodanej bruttołożyło się przyspieszenie wzrostu wartości dodanej we wszystkich sektorach, w tym w największym stopniu w przemyśle.

¹² Do przyspieszenia wzrostu nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw w I kw. 2014 r. przyczyniły się także czynniki jednorazowe – przejściowe przywrócenie możliwości pełnego odliczenia podatku VAT od zakupu aut z homologacją ciężarową oraz korzystne warunki pogodowe.

Tabela 2 PKB i popyt krajowy w latach 2008-2014

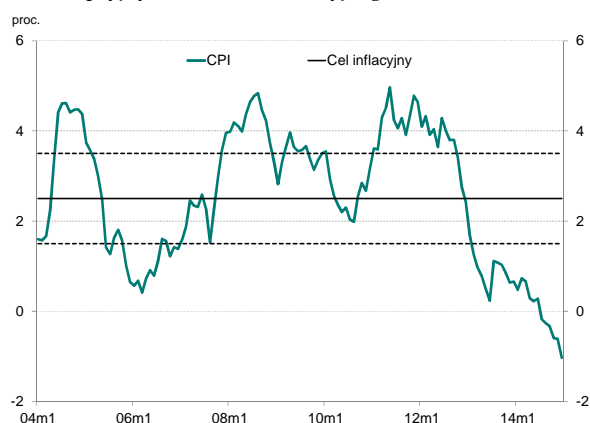
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014			
Roczna dynamika PKB i jego składowych w cenach stałych (w proc.)								Q1	Q2	Q3	Q4
PKB	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,4	3,5	3,6	3,3	3,3
Popyt krajowy	5,0	-0,3	4,2	3,8	-0,4	0,4	4,9	3,6	6,1	5,1	5,0
Spożycie	5,9	3,5	2,8	1,7	0,7	1,4	3,4	2,5	3,7	3,6	3,8
Spożycie indywidualne	6,1	3,3	2,5	3,0	1,0	1,2	3,1	3,0	3,0	3,2	3,0
Akumulacja	2,2	-12,7	9,7	12,2	-4,3	-3,5	11,4	10,9	18,1	11,4	8,0
Nakłady brutto na środki trwałe	8,3	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	1,1	9,2	11,4	8,7	9,2	8,6
Eksport	7,0	-6,3	12,9	7,9	4,3	4,8	5,7	7,6	6,0	3,6	5,6
Import	9,4	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	9,1	8,0	11,7	7,4	9,5
Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt proc.	-1,2	2,9	-0,5	0,9	2,1	1,3	-1,4	0,0	-2,3	-1,6	-1,5
Struktura PKB w cenach bieżących (w proc.)											
PKB	100, 0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-			
Popyt krajowy	104,9	100,8	101,8	101,8	100,2	98,1	98,5	-			
Spożycie	80,6	80,5	80,8	79,5	79,6	79,0	78,3	-			
Spożycie indywidualne	61,1	60,8	60,6	60,5	60,6	60,0	59,2	-			
Akumulacja	24,3	20,2	21,0	22,2	20,6	19,1	20,2	-			
Nakłady brutto na środki trwałe	22,6	21,1	19,8	20,3	19,4	18,8	19,5	-			
Eksport	38,3	37,6	40,5	43,1	45,1	46,1	46,9	-			
Import	43,2	38,3	42,3	44,9	45,3	44,2	45,4	-			
Eksport netto	-4,9	-0,8	-1,8	-1,8	-0,2	1,9	1,5	-			

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

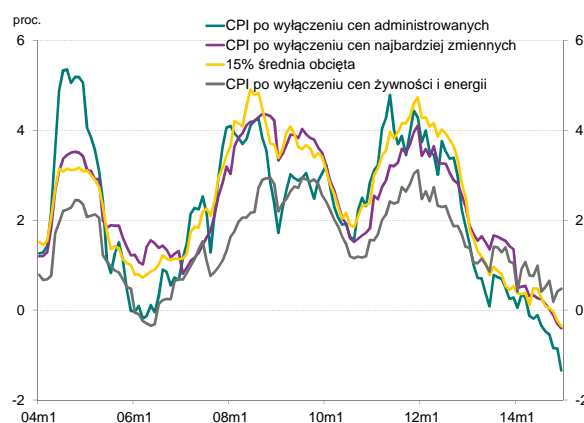
W 2014 r. średnioroczna dynamika wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyniosła 0,0%, kształtując się poniżej celu inflacyjnego NBP określonego na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 15, Wykres 16). Dynamika cen była niższa niż w poprzednim roku, a także wyraźnie niższa od prognoz formułowanych w poprzednim roku. W największym stopniu za obniżenie się inflacji w 2014 roku – w tym za jej spadek poniżej zera w II połowie ub.r. – odpowiadały czynniki o charakterze zewnętrznym, w szczególności spadek cen surowców na rynkach światowych. Niskiej dynamice cen sprzyjała także niska inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki oraz wciąż ograniczona presja popytowa w krajowej gospodarce (Wykres 16).

Wykres 15 Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego w latach 2004-2014



Źródło: Dane GUS.

Wykres 16 Wskaźniki inflacji bazowej w latach 2004-2014 (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W 2014 r. w kierunku spadku dynamiki cen oddziaływał przede wszystkim spadek cen żywności. Do obniżenia cen produktów żywnościowych przyczyniła się wysoka podaż głównych surowców rolnych związana z korzystnymi uwarunkowaniami agrometeorologicznymi w kraju i na świecie oraz wprowadzenie ograniczeń w wymianie handlowej z Rosją w styczniu i sierpniu 2014 r. Do spadku inflacji przyczyniło się także w dużym stopniu dalsze obniżanie się cen energii wynikające ze spadku cen energii elektrycznej oraz cen paliw, ze względu na obniżenie cen surowców, w tym silny spadek cen ropy naftowej. Ograniczająco na inflację oddziaływał także spadek cen towarów oraz spowolnienie wzrostu cen usług następujące w warunkach niskiej inflacji za granicą oraz utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu gospodarczego w kraju. Obniżeniu dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych sprzyjało także pogłębienie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu, związane ze spadkiem cen surowców na rynkach światowych. W kierunku zmniejszenia skali spadku inflacji oddziaływało natomiast istotne obniżenie stóp procentowych NBP dokonane w poprzednich latach. Spadek inflacji CPI hamowany był również przez wprowadzone w 2014 r. podwyżki stawek podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe i spirytusowe oraz wzrost niektórych

cen administrowanych (wynikający z podwyżek taryf na gaz ziemny i energię ciepłą). Ponadto, w II połowie roku wpływ spadków cen surowców na rynkach światowych na inflację CPI był ograniczany przez istotne osłabienie złotego względem dolara amerykańskiego.

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych odzwierciedla kształtowanie się cen czterech głównych kategorii dóbr (tj. żywności i napojów bezalkoholowych, energii, towarów oraz usług; Wykres 17, Wykres 18). W szczegółowym ujęciu ceny poszczególnych kategorii dóbr w 2014 r. kształtowały się następująco¹³:

- **Ceny żywności i napojów bezalkoholowych** obniżyły się o 0,9% r/r, a ich wkład do zmian dynamiki średniorocznego wskaźnika CPI wyniósł -0,2 pkt proc. Do spadku cen tej kategorii przyczynił się przede wszystkim:
 - obniżenie cen cukru (związane z spadkiem cen cukru na rynkach światowych oraz wysoką podażą cukru krajowego);
 - spadek cen owoców i warzyw (związany z ich wysokimi zbiorami w kraju i zagranicą wynikającymi z korzystnych warunków agrometeorologicznych oraz z wprowadzonym w sierpniu 2014 r. rosyjskim embargiem na import towarów rolno-spożywczych z krajów UE, w tym z Polski);
 - obniżenie cen mięsa (związane z wprowadzonym pod koniec stycznia 2014 r. rosyjskim embargiem na import wieprzowiny z Polski).
- **Ceny energii** obniżyły się o 1,0% r/r, a ich wkład do zmian dynamiki średniorocznego wskaźnika CPI wyniósł -0,2 pkt proc. Na spadek cen energii złożyły się:
 - spadek cen paliw, szczególnie silny w II połowie roku (związany ze spadkiem cen ropy naftowej na światowych rynkach surowcowych);
 - obniżki cen energii elektrycznej (związane z obniżeniem taryf od stycznia 2014 r. w reakcji na obniżenie się cen surowców energetycznych w poprzednich latach);
 - nieznaczna obniżka cen opału w II połowie roku (związana ze spadkiem cen węgla na rynkach światowych przy niskim popycie na opał w warunkach łagodnej zimy).
- **Ceny towarów** spadły o 0,2% r/r, przyczyniając się do obniżenia się dynamiki średniorocznego wskaźnika CPI o 0,1 pkt proc. Do obniżenia się cen towarów przyczyniło się przede wszystkim dalszy – utrzymujący się od 2002 roku¹⁴ – spadek cen odzieży i obuwia¹⁵.
- **Ceny usług** wzrosły o 1,6% r/r, a ich wkład do średniorocznej inflacji CPI wyniósł 0,4 pkt proc. Wzrost cen dotyczył większości głównych kategorii usług i następował w warunkach

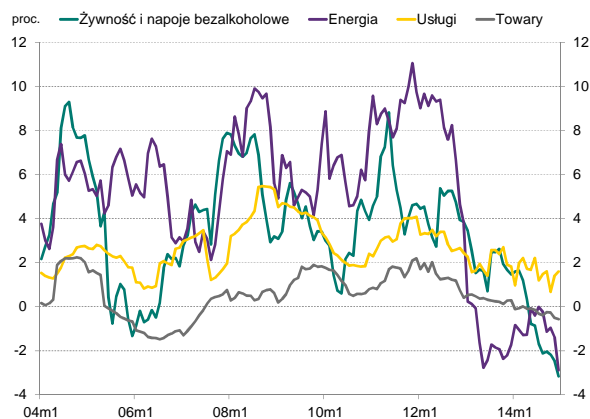
¹³ Kategorie zostały wymienione w kolejności odpowiadającej ich wkładom do zmian wskaźnika CPI ogółem w 2014 r., od kategorii o największym ujemnym wkładzie, do kategorii o najwyższym dodatnim wkładzie.

¹⁴ Dynamika cen kategorii odzież i obuwanie jest ujemna od stycznia 2002 r., z wyjątkiem maja i czerwca 2011 r.

¹⁵ W kierunku spadku cen towarów oddziaływał również – chociaż w mniejszym stopniu – spadek cen artykułów medyczno-farmaceutycznych (wynikający w znacznym stopniu z promocji cenowych na leki OTC, a także zmian na liście leków refundowanych) oraz spadek cen pojazdów, części i akcesoriów do pojazdów.

utrzymującego się umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego przy wzroście zatrudnienia i wynagrodzeń¹⁶.

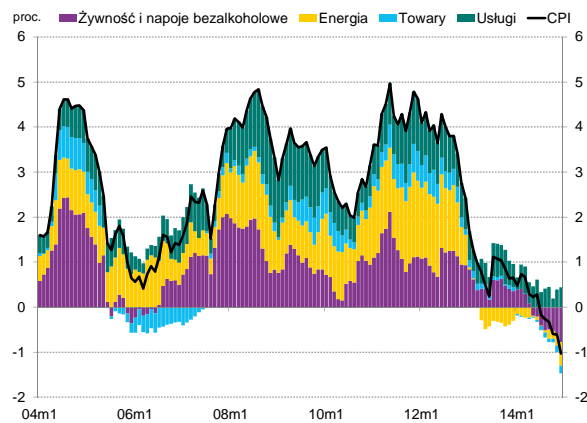
Wykres 17 Roczne tempo zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych, energii*, towarów i usług w latach 2004-2014



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 18 Roczne tempo zmian cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii cen do CPI w latach 2004-2014



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁶ W 2014 r. wzrosły ceny usług związanych z użytkowaniem mieszkania, ceny usług w zakresie rekreacji i kultury, restauracji i hoteli, usług medycznych oraz ceny łączności.

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

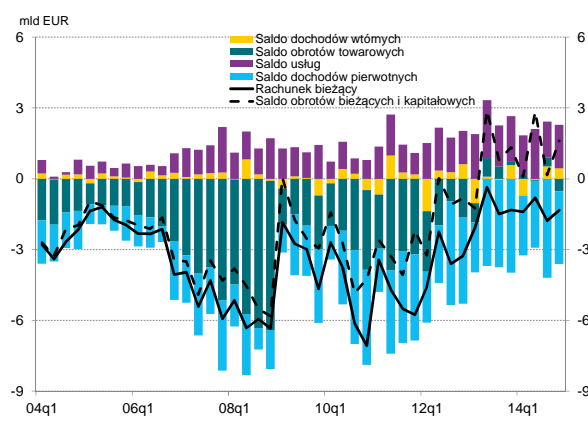
	Wagi 2014 proc.	Tempo zmian (t/r, w proc.)												średnio w roku
		2014												
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
CPI	100,0	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	0,0
Inflacja bazowa	57,1	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6
Towary	29,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,2
	27,6	1,0	2,0	2,2	1,7	1,7	2,2	1,2	1,5	1,6	0,7	1,4	1,6	1,6
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,6	1,6	1,6	1,2	0,3	-0,8	-0,9	-1,7	-2,1	-2,0	-2,2	-2,5	-3,2	-0,9
Mięso	6,5	0,5	0,8	-0,5	-0,6	-0,2	-0,3	-0,7	-1,1	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	-1,1
Warzywa	2,4	11,3	10,6	6,3	2,3	-8,6	-4,4	-9,9	-12,8	-8,4	-9,6	-9,0	-13,2	-3,8
Owoce	1,3	-0,3	0,1	5,6	3,4	-0,8	-7,8	-9,4	-10,2	-4,2	-1,3	-3,2	-3,5	-2,6
Przetworzona	13,6	0,6	0,6	0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,6	-0,8	-1,2	-1,5	-0,1
Nieprzetworzona	11,0	2,8	2,9	1,8	0,6	-2,2	-2,2	-3,7	-4,5	-3,9	-3,9	-4,0	-5,2	-1,8
Energia	18,2	-0,8	-1,1	-1,3	-1,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	-1,1	-1,0	-1,4	-2,9	-1,0
Nośniki energii	12,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1
Paliwa	5,4	-2,3	-3,1	-3,8	-3,8	0,4	-0,6	-1,0	-1,9	-4,7	-4,1	-5,3	-10,2	-3,4
wg 12 grup COICOP														
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,6	1,6	1,6	1,2	0,3	-0,8	-0,9	-1,7	-2,1	-2,0	-2,2	-2,5	-3,2	-0,9
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,6	3,4	3,6	3,7	3,9	3,9	4,0	4,0	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,7
Odzież i obuwie	5,0	-5,0	-4,7	-4,3	-4,4	-4,6	-4,7	-4,9	-5,1	-4,7	-4,6	-4,6	-5,0	4,7
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	21,7	2,3	2,3	2,2	2,1	2	1,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	2,4
Wypośażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	4,6	0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
Zdrowie	5,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	0,7	0,7	-0,7	-0,6	0,2
Transport	9,2	-1,5	-1,8	-2,7	-2,1	-0,1	-0,6	-1,0	-1,5	-3,2	-3,0	-3,7	-6,5	-2,3
Łączność	5,4	-7,8	-3,2	-0,3	-1,7	-1,1	1,3	2,6	3,9	4,0	-0,4	3,0	3,0	0,3
Rekreacja i kultura	6,4	3,0	2,8	1,9	0,3	0,3	0,7	0,7	0,9	0,0	0,1	0,6	1,3	1,1
Edukacja	1,2	-6,2	-6,2	-6,3	-6,3	-6,3	-6,0	-6,0	-6,0	1,2	1,3	1,3	1,3	-3,7
Restauracje i hotele	4,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4
Inne towary i usługi	5,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2
	Wagi	Wkład do CPI (w pkt proc.)												średnio w roku
	2014 proc.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
CPI	100,0	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	0,0
Inflacja bazowa	57,1	0,2	0,5	0,6	0,4	0,4	0,6	0,2	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	0,4
Towary	29,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Usługi	27,6	0,3	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,3	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,6	0,4	0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8	-0,2
Mięso	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Warzywa	2,4	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1
Owoce	1,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Przetworzona	13,6	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0
Nieprzetworzona	11,0	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2
Energia	18,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2
Nośniki energii	12,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Paliwa	5,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2
wg 12 grup COICOP														
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,6	0,4	0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8	-0,2
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,6	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Odzież i obuwie	5,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	21,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3
Wypośażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zdrowie	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Transport	9,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,2
Łączność	5,4	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0
Rekreacja i kultura	6,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Edukacja	1,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Restauracje i hotele	4,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Inne towary i usługi	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

Załącznik 4. Bilans płatniczy

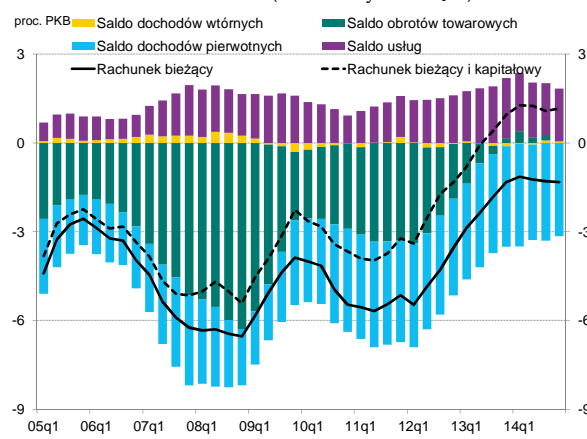
W 2014 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostał relatywnie niski i wyniósł 1,4% PKB (wobec deficytu 1,3% PKB w 2013 r., Wykres 19, Wykres 20). Przyczynił się do tego głównie niski – w porównaniu do wieloletniej średniej – deficyt obrotów towarowych i wysoka nadwyżka na rachunku usług (łączne saldo handlowe pozostało dodatnie). Podobnie jak w poprzednim roku, o utrzymaniu ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących zadecydowały natomiast dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich i portfelowych odzwierciedlone w deficycie dochodów pierwotnych¹⁷.

Wykres 19 Saldo obrotów bieżących w latach 2004-2014 (mld EUR)



Źródło: Dane NBP.

Wykres 20 Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB w latach 2005-2014 (4 kwartały krocząco)



Źródło: Dane NBP i GUS.

W 2014 r. na rachunku obrotów towarowych wystąpił niewielki deficyt, co było związane z przyspieszeniem wzrostu importu w warunkach przyspieszenia wzrostu popytu krajowego. W kierunku ograniczenia dynamiki importu oddziaływał spadek cen importu, częściowo związany ze spadkiem cen surowców. Wzrost eksportu pozostał umiarkowany, do czego przyczyniło się wyraźne pogorszenie koniunktury w Rosji i recesja na Ukrainie.

Deficyt na rachunku dochodów pierwotnych w 2014 r. utrzymał się na zbliżonym do poprzedniego roku poziomie, co – podobnie jak w poprzednich latach – było głównie związane z dobrą sytuacją polskich przedsiębiorstw, która przekładała się na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich.

W 2014 r. saldo na rachunku kapitałowym wzrosło (do 2,5% PKB wobec 2,3% w 2013 r.), co było związane ze zwiększeniem napływu środków Unii Europejskiej przeznaczonych na inwestycje

¹⁷ Począwszy od 30 września 2014 r. NBP publikuje dane bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej zestawione na podstawie wytycznych zawartych w podręczniku do bilansu płatniczego BPM6. Więcej informacji na temat nowego sposobu prezentacji danych można znaleźć na stronie NBP: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2014/info-ds.html.

infrastrukturalne. W efekcie, łączna relacja salda na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych do PKB pozostała dodatnia i najwyższa w historii.

Tabela 4 Bilans płatniczy (w mln EUR) w latach 2004-2014¹⁸

Bilans płatniczy	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rachunek bieżący	-11 017	-6 276	-10 857	-19 616	-23 760	-12 244	-20 263	-19 398	-13 697	-5 148	-5 762
Saldo obrotów towarowych	-6 451	-4 304	-7 709	-16 168	-22 850	-7 302	-10 396	-12 451	-7 146	635	-1 629
Saldo usług	1 388	1 998	2 046	5 368	5 097	5 040	3 324	5 186	6 209	7 910	9 063
Saldo dochodów pierwotnych	-6 515	-4 155	-5 754	-9 583	-6 898	-9 005	-13 146	-12 891	-12 635	-13 266	-12 812
Saldo dochodów wtórnych	561	185	551	767	891	-977	-45	758	-125	-427	-384
Rachunek kapitałowy	955	786	1 666	3 418	4 067	5 080	6 446	7 254	8 549	9 006	10 036
Rachunek finansowy	-5 919	-5 700	-8 496	-18 239	-28 402	-14 089	-22 610	-19 686	-8 746	-5 292	-2 618
Inwestycje bezpośrednie: aktywa	1 711	3 394	8 444	5 411	2 958	4 369	7 051	3 412	1 055	-2 502	3 940
Inwestycje bezpośrednie: pasywa	11 170	8 930	17 021	18 253	9 718	10 110	13 356	13 274	5 634	70	10 479
Inwestycje portfelowe: aktywa	1 053	2 006	3 682	4 604	-1 700	1 035	616	-610	340	1 650	4 100
Inwestycje portfelowe: pasywa	8 487	11 797	1 484	-23	-3 656	11 302	21 885	11 730	15 635	1 688	2 881
Pozostałe inwestycje: aktywa	9 629	2 179	3 194	1 324	-4 080	-3 859	2 281	2 716	1 716	262	1 737
Pozostałe inwestycje: pasywa	-813	-1 129	7 890	22 182	17 835	5 936	9 634	5 014	-2 812	3 146	-493
Pochodne instrumenty finansowe	-154	-138	549	1 456	744	1 301	821	119	-2 133	-552	16
Oficjalne aktywa rezerwowe	686	6 457	2 030	9 378	-2 427	10 413	11 496	4 695	8 733	754	456
Saldo błędów i opuszczeń	4 143	-210	695	-2 041	-8 709	-6 925	-8 793	-7 542	-3 598	-9 150	-6 892

Źródło: Dane NBP.

W 2014 r. następował napływ netto kapitału zagranicznego do Polski, choć jego skala zmniejszyła się w porównaniu z 2013 r., co jest odzwierciedlone w zmniejszeniu deficytu na rachunku finansowym. Z jednej strony zwiększył się napływ kapitału zagranicznego do Polski, przede wszystkim w postaci inwestycji bezpośrednich, wśród których największą część stanowiły reinwestowane zyski. Z drugiej strony zwiększył się odpływ kapitału z Polski ze względu na istotny wzrost polskich inwestycji bezpośrednich za granicą, głównie w formie inwestycji w akcje i inne formy udziałów kapitałowych. Wzrósł także – choć mniejszym stopniem – odpływ polskiego kapitału portfelowego za granicę, do czego przyczynił się wzrost inwestycji funduszy inwestycyjnych i emerytalnych w aktywa zagraniczne.

W 2014 r. część wskaźników obrazujących nierównowagę zewnętrzną polskiej gospodarki poprawiła się wobec 2013 r. (Tabela 5). W szczególności obniżyło się zadłużenie zagraniczne oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB.

¹⁸ W przypadku rachunku finansowego prezentowane wielkości powinny być interpretowane następująco: dodatnia (ujemna) wielkość inwestycji rezydentów za granicą (pozycje: inwestycje bezpośrednie: aktywa, inwestycje portfelowe: aktywa, pozostałe inwestycje: aktywa, oficjalne aktywa rezerwowe) oznacza zwiększenie (zmniejszenie) polskich aktywów za granicą. Z kolei dodatnia (ujemna) wartość inwestycji nierezydentów w Polsce (pozycje: inwestycje bezpośrednie: pasywa, inwestycje portfelowe: pasywa, pozostałe inwestycje: pasywa) oznacza zwiększenie (zmniejszenie) polskich zobowiązań wobec zagranicy.

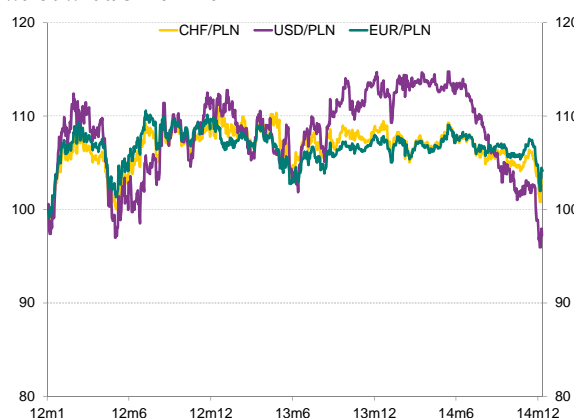
Tabela 5 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w latach 2004-2014

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	-5,4	-2,6	-4,0	-6,2	-6,5	-3,9	-5,6	-5,2	-3,6	-1,3	-1,4
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (%)	-4,9	-2,2	-3,4	-5,2	-5,4	-2,3	-3,8	-3,3	-1,3	1,0	1,0
Saldo obrotów towarowych/PKB (%)	-3,1	-1,8	-2,8	-5,1	-6,3	-2,3	-2,9	-3,4	-1,9	0,2	-0,4
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB (%)	-2,5	-0,9	-2,1	-3,4	-4,9	-0,7	-2,0	-2,0	-0,2	2,2	1,8
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	4,3	4,9	4,0	4,1	3,4	5,5	5,5	5,4	5,7	5,3	5,3
Zadłużenie zagraniczne/PKB (%)	46,4	45,9	47,2	50,5	47,9	61,7	66,2	67,5	72,8	71,3	70,8
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (%)	-45,4	-43,9	-46,0	-52,1	-47,3	-60,9	-65,8	-59,5	-67,7	-70,1	-66,7

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS i NBP.

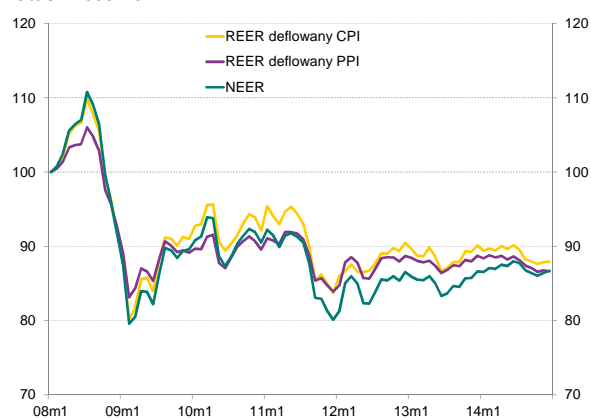
Niski deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz zmniejszenie się zadłużenia zagranicznego w 2014 r. sprzyjały względnej stabilizacji kursu złotego. W I połowie 2014 r. kontynuowana była stopniowa aprecjacja efektywnego kursu złotego, natomiast w II połowie 2014 r. złoty nieznacznie się osłabił, choć pozostał nieco mocniejszy niż w poprzednim roku (Wykres 21, Wykres 22). Na zmiany nominalnego kursu złotego wpływały także czynniki zewnętrzne – dywergencja polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz zmiany percepcji ryzyka na rynkach finansowych. W II połowie roku złoty – podobnie jak euro i waluty gospodarek rozwijających się – osłabiał się wobec dolara amerykańskiego, do czego przyczyniło się zakończenie zakupu aktywów finansowych przez Rezerwę Federalną oraz oczekiwania na rozpoczęcie cyklu podnoszenia stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w 2015 r. Dodatkowo, wzrost awersji do ryzyka pod koniec 2014 r., związany z konfliktem na Bliskim Wschodzie i eskalacją kryzysu rosyjsko-ukraińskiego oraz obawami o wpływ silnego spadku cen ropy na perspektywy gospodarcze krajów eksportujących ten surowiec, spowodował deprecjację walut wielu krajów rozwijających się.

Wykres 21 Nominalny kurs złotego względem głównych walut w latach 2012-2014



Źródło: Dane Bloomberg.
Wzrost oznacza aprecjację.

Wykres 22 Realny i nominalny efektywny kurs walutowy w latach 2008-2014



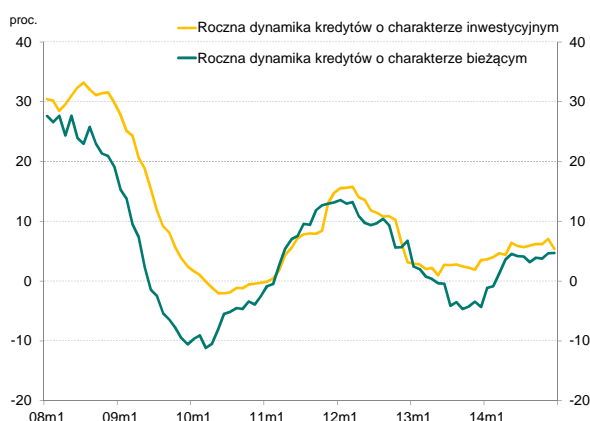
Źródło: Dane Eurostat, OECD, Reuters, obliczenia NBP.
Wzrost oznacza aprecjację.

Załącznik 5. Pieniądz i kredyt

W 2014 r. przyrost akcji kredytowej nieznacznie przyspieszył wobec 2013 r., pozostając jednak na umiarkowanym poziomie. Roczny wzrost zadłużenia podmiotów niemonetarnych w 2014 r. wyniósł 6,3%, wobec 4,0% w roku poprzednim^{19, 20}. Przyrost akcji kredytowej w 2014 r. następował w warunkach szybszego niż w poprzednim roku wzrostu gospodarczego, w tym relatywnie szybkiego wzrostu popytu inwestycyjnego, któremu towarzyszyło złagodzenie polityki kredytowej banków w większości segmentów rynku kredytowego oraz obniżenie oprocentowania kredytów.

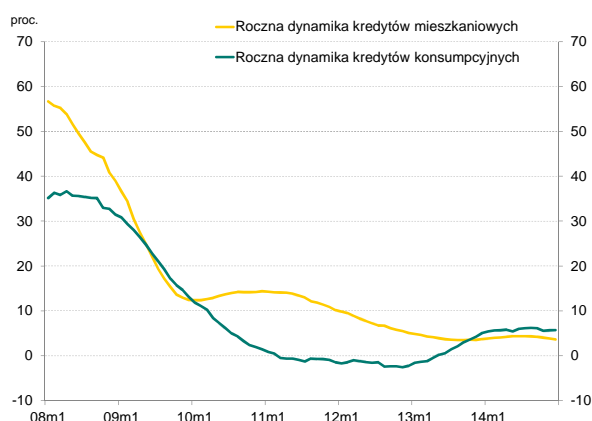
W 2014 r. przyspieszył wzrost akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw. Stopniowemu wzrostowi dynamiki kredytów inwestycyjnych towarzyszyło istotne przyspieszenie wzrostu kredytów bieżących (Wykres 23)²¹. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw była wspierana przez istotne złagodzenie polityki kredytowej banków – szczególnie silne w segmencie kredytów bieżących – oraz niższe niż w poprzednim roku oprocentowanie kredytów²². Wzrostowi akcji kredytowej dla przedsiębiorstw sprzyjał również szybki wzrost popytu inwestycyjnego firm.

Wykres 23 Dynamika kredytów inwestycyjnych i bieżących dla przedsiębiorstw w latach 2008-2014



Źródło: Dane NBP.

Wykres 24 Dynamika kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w latach 2008-2014



Źródło: Dane NBP.

¹⁹ Omawiane w tym rozdziale dynamiki odnoszą się do zmian transakcyjnych. Zadłużenie podmiotów niemonetarnych obejmuje zadłużenie gospodarstw domowych, niemonetarnych instytucji finansowych, przedsiębiorstw, instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych.

²⁰ Podane dynamiki to roczne dynamiki kredytów dla sektora prywatnego z grudnia 2013 i 2014 r.

²¹ Średniomiesięczna dynamika kredytów bieżących dla przedsiębiorstw w 2014 r. wyniosła 3% r/r wobec średniomiesięcznego spadku w roku 2013 o 1,64%, natomiast kredytów inwestycyjnych wyniosła 5,4% r/r wobec 2,4%.

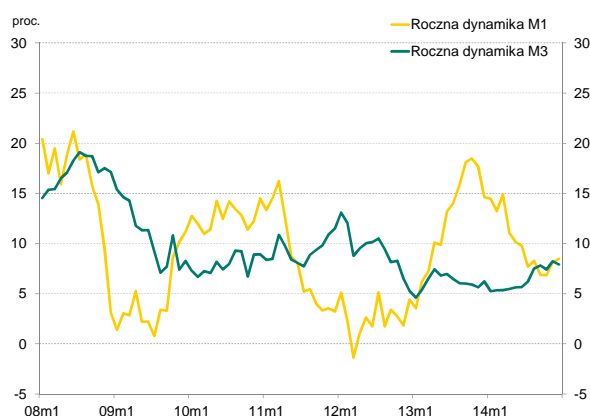
²² Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw było niższe o 0,9 pkt proc. w grudniu 2014 r. względem poziomu z grudnia 2013 r.

W segmencie kredytów dla gospodarstw domowych w 2014 r. utrzymywał się stabilny wzrost akcji kredytowej – zarówno w odniesieniu do kredytów na cele mieszkaniowe, jak i kredytów konsumpcyjnych (Wykres 24)²³.

W kierunku wzrostu dynamiki kredytu konsumpcyjnego oddziaływało dalsze wyraźne łagodzenie kryteriów udzielania tych kredytów, a także spadek ich oprocentowania, wynikający z redukcji marż przez banki oraz obniżenia stóp procentowych NBP, w tym silnego obniżenia stopy lombardowej w październiku ub.r.²⁴. Ograniczająco na dynamikę kredytów konsumpcyjnych mógł natomiast oddziaływać deklarowany przez banki relatywnie słabszy wzrost popytu na kredyt²⁵.

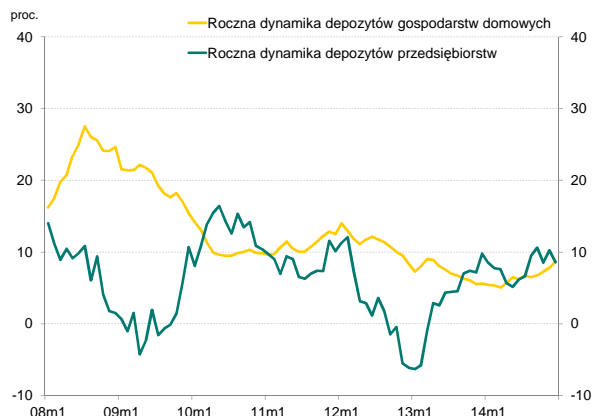
Z kolei w segmencie kredytów mieszkaniowych wzrost akcji kredytowej był wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy oraz niższe niż w poprzednim roku oprocentowanie kredytu. W kierunku spadku dynamiki kredytów mieszkaniowych oddziaływało natomiast zaostrzenie przez banki zarówno kryteriów, jak i warunków kredytowych wynikające z wdrożenia zaleceń Rekomendacji S w zakresie zwiększenia wysokości wkładu własnego przy zaciąganiu takich kredytów.

Wykres 25 Dynamika M1 i M3 w latach 2008-2014



Źródło: Dane NBP.

Wykres 26 Dynamika depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych zaliczanych do M3 w latach 2008-2014



Źródło: Dane NBP.

W 2014 r. wzrosła dynamika podaży szerokiego pieniądza M3 (Wykres 25)²⁶. Wzrost M3 przyspieszył w szczególności w drugiej połowie roku, do czego przyczynił się głównie szybszy przyrost depozytów gospodarstw domowych. Wzrost depozytów dla przedsiębiorstw w 2014 r. ustabilizował się na umiarkowanym poziomie, co było związane z utrzymywaniem się dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Z kolei przyspieszeniu wzrostu depozytów gospodarstw domowych sprzyjała poprawa sytuacji na rynku pracy (Wykres 26). Wzrostowi depozytów gospodarstw domowych w drugiej połowie roku towarzyszyło spowolnienie wzrostu bardziej ryzykownych składników

²³ Średniomiesięczne tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych w 2014 r. wyniosło 5,8% r/r wobec 1,3% w roku poprzednim, natomiast kredytów mieszkaniowych 4,1% r/r wobec 3,9%.

²⁴ Obniżenie marż przez banki spowodowało redukcję oprocentowania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych z 13,6% w czerwcu do 12,5% we wrześniu ub.r. Oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych nie może przekroczyć czterokrotności stopy lombardowej NBP.

²⁵ Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2014 r., NBP.

²⁶ Wzrost agregatu M3 w ujęciu transakcyjnym wyniósł 7,9% (grudzień 2014 r. wobec grudnia 2013 r.)

aktywów gospodarstw domowych, co mogło być związane ze zwiększoną zmiennością cen na rynkach finansowych.

Dynamika agregatu M1 w 2014 r. obniżyła się (Wykres 25)²⁷. Spadek dynamiki tego agregatu wynikał przede wszystkim ze zmiany struktury terminowej depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w pierwszej połowie roku – wolniejszego przyrostu środków lokowanych na depozytach bieżących przy silniejszym wzroście depozytów terminowych.

²⁷ Średniomiesięczna dynamika agregatu M1 wyniosła 10% r/r wobec 12,4% w 2013 r.

Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 stycznia 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się aktywności gospodarczej za granicą, wskazywano, że koniunktura na świecie stopniowo poprawia się. Członkowie Rady podkreślali, że skala poprawy pozostaje zróżnicowana, jednak zróżnicowanie to jest inne niż w poprzednich latach. W krajach rozwiniętych pojawiły się sygnały wyraźnego ożywienia wzrostu gospodarczego. Z kolei w krajach wschodzących wzrost gospodarczy kształtuje się na niskim – jak na te kraje – poziomie.

W Stanach Zjednoczonych wyraźne przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz obniżenie się stopy bezrobocia (częściowo na skutek spadku liczby aktywnych zawodowo) skłoniły Rezerwę Federalną do rozpoczęcia zmniejszania skali łagodzenia ilościowego. Jednocześnie wydłużono sugerowany horyzont utrzymywania stóp procentowych blisko zera. Z kolei w strefie euro nastroje podmiotów gospodarczych poprawiły się. Poprawie tej nie towarzyszyło jednak dotychczas znaczące ożywienie wzrostu gospodarczego. W związku z przewidywanym brakiem presji popytowej Europejski Bank Centralny podtrzymał zapowiedź utrzymania stóp procentowych na bieżącym lub niższym poziomie. Część członków Rady zwracała w tym kontekście uwagę na wciąż trudną sytuację europejskiego sektora bankowego. Wskazywali oni, że wpływając negatywnie na dynamikę kredytu w strefie euro ogranicza ona wzrost PKB w tym regionie. Równocześnie podkreślano, że sytuacja gospodarcza w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – pozostaje korzystna na tle pozostałych krajów strefy euro. Wskazywano na poprawę koniunktury w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, również silnie powiązanych z gospodarką niemiecką. Zwracano jednak uwagę, że prognozy nie wskazują jednoznacznie na dalsze znaczące ożywienie wzrostu gospodarczego w Niemczech.

Omawiając sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano również, że inflacja na świecie kształtuje się na niskim poziomie. Sprzyja temu umiarkowana aktywność gospodarcza i stabilizacja cen surowców na rynkach międzynarodowych, w szczególności energetycznych, której sprzyjają zmiany strukturalne na rynku ropy naftowej i gazu ziemnego. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że należy oczekiwać stabilizacji lub spadku cen surowców w najbliższych latach.

Omawiając sytuację na rynkach finansowych, część członków Rady zwracała uwagę, że decyzja Rezerwy Federalnej o zmniejszeniu skali łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych przyczyniła się do niewielkiego wzrostu zmienności cen aktywów na niektórych rynkach

wschodzących. Członkowie ci wskazywali przy tym, że ceny polskich aktywów pozostały stabilne, co może świadczyć o pozytywnej ocenie przez inwestorów fundamentów polskiej gospodarki.

Odnosząc się do krajowej aktywności gospodarczej, niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ożywienie aktywności w kolejnych kwartałach będzie wyraźne i może stosunkowo szybko domknąć lukę popytową. Część członków Rady wskazywała na przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej (po wyeliminowaniu czynników sezonowych i kalendarzowych), a także ograniczenie spadku produkcji budowlano-montażowej. Członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że ważnym czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB w 2014 r. i w kolejnych latach będzie kształt polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w nadchodzących latach istnieje pewne ryzyko poluzowania dyscypliny płacowej w sferze budżetowej. Inni członkowie Rady byli zdania, że – biorąc pod uwagę utrzymanie wobec Polski procedury nadmiernego deficytu – wzrost dynamiki wydatków publicznych w kolejnych latach jest mało prawdopodobny. Wskazywano w szczególności na ryzyko zmniejszenia napływu środków unijnych w przypadku braku kontynuacji działań mających na celu dalsze ograniczenie nierównowagi sektora finansów publicznych.

Omawiając możliwą strukturę wzrostu PKB w Polsce w kolejnych kwartałach niektórzy członkowie Rady podkreślali, że choć istotnym wsparciem dla krajowego eksportu jest wysoka konkurencyjność cenowa polskich firm, to można oczekiwać zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB ze względu na przyspieszenie popytu konsumpcyjnego oraz wzrost dynamiki nakładów brutto na środki trwałe.

Część członków Rady zwracała w szczególności uwagę, że pobudzenie popytu krajowego może być sygnalizowane przez poprawę prognoz przedsiębiorstw widoczną w badaniach ankietowych NBP, w tym w zwiększeniu skłonności firm do podejmowania inwestycji. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na nadal niską dynamikę kredytów inwestycyjnych.

Oceniając sytuację na rynku kredytowym, wskazywano na nadal niską dynamikę kredytów dla przedsiębiorstw, której jednak towarzyszy wzrost dynamiki kredytów konsumpcyjnych, a także stabilny przyrost kredytów mieszkaniowych. Omawiając sytuację w sektorze bankowym niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę na dalsze obniżanie się dynamiki depozytów gospodarstw domowych.

Dyskutując o wzroście gospodarczym członkowie Rady odnosili się także do długofalowych wyzwań dotyczących polityki strukturalnej i regionalnej, a także dotyczącej konkurencyjności polskich przedsiębiorstw. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dla polskiej gospodarki korzystne byłoby zwiększenie roli środków unijnych we współfinansowaniu projektów z zakresu badań i rozwoju.

Omawiając bieżącą sytuację na rynku pracy członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż podwyższoną stopę bezrobocia, która hamuje wzrost płac, a także ogranicza perspektywy silnego ożywienia konsumpcji. Zdaniem niektórych członków Rady, ożywienie gospodarcze jest nadal niewystarczająco silne, by pobudzić wyraźny wzrost zatrudnienia. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wraz z dalszą poprawą koniunktury prawdopodobny jest wyraźniejszy wzrost popytu na pracę, co sygnalizują także badania ankietowe NBP. Badania te nie wskazują jednak na ryzyko wyraźnego

przyspieszenia wzrostu płac w przedsiębiorstwach. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że wzrost płacy minimalnej od początku br. i związane z nim zwiększenie niektórych świadczeń socjalnych do niej indeksowanych może oddziaływać w kierunku ożywienia popytu konsumpcyjnego. Argumentowano równocześnie, że typowy dla fazy ożywienia gospodarczego jest wzrost wydajności, który ogranicza ryzyko nadmiernego wzrostu presji kosztowej ze strony rynku pracy w najbliższych kwartałach.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, członkowie Rady wskazywali, że w listopadzie wskaźnik CPI obniżył się i inflacja nadal kształtowała się wyraźnie poniżej celu. O słabej presji popytowej i kosztowej świadczą ponadto niska inflacja bazowa i ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Członkowie Rady zwracali również uwagę na wciąż niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i firm oraz prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego.

Członkowie Rady podkreślali, że w świetle dostępnych prognoz inflacja w 2014 r. będzie kształtowała się na niższym poziomie niż przewidywany w projekcji listopadowej, choć w pierwszych dwóch kwartałach br. może mieć miejsce umiarkowany wzrost wskaźnika CPI, co będzie wynikać ze statystycznych efektów bazy. Zdaniem części członków Rady utrzymaniu się inflacji w kolejnych kwartałach poniżej celu inflacyjnego będzie prawdopodobnie sprzyjała – obok niskiej presji popytowej – również stabilizacja cen surowców energetycznych. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na czynniki mogące ich zdaniem podwyższyć inflację w nadchodzącym okresie: wzrost presji popytowej oraz podwyższenie podatków lokalnych, a także wzrost cen gazu i niektórych usług związanych ze sferą publiczną.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione. Ponadto, Rada podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada potwierdziła, że uzasadnione jest jej zdaniem utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. Członkowie Rady uznali jednocześnie, że pełniejsza ocena co do dalszego horyzontu utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie będzie możliwa po zapoznaniu się przez Radę z wynikami marcowej projekcji NBP.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 lutego 2014 r.

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

Oceniając koniunkturę za granicą zwracano uwagę, że ożywienie w gospodarce światowej jest wciąż umiarkowane. Informacje dotyczące strefy euro sygnalizują kontynuację powolnej poprawy aktywności w tej gospodarce. Natomiast w Stanach Zjednoczonych – mimo wyższej niż w strefie euro

dynamiki aktywności – pojawiły się sygnały osłabienia koniunktury w stosunku do wcześniejszych oczekiwań. Równocześnie w Chinach i pozostałych gospodarkach wschodzących, w których wzrost gospodarczy spowolnił do niskiego jak na te kraje poziomu, utrzymuje się niepewność co do dalszych zmian dynamiki PKB. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę, że uwzględniając dotychczasową znaczną skalę i ograniczoną skuteczność stymulacji wzrostu w gospodarkach wschodzących, dalsze możliwości podbudzania aktywności przez działania tamtejszych władz gospodarczych są niewielkie.

W kontekście uwarunkowań zewnętrznych omawiano także reakcje rynków finansowych na ograniczenie skali łagodzenia ilościowego przez Rezerwę Federalną oraz wzrost ryzyka zawieszenia obsługi zobowiązań przez Argentynę. Wydarzenia te negatywnie wpłynęły na nastroje uczestników rynków. Pogorszenie nastawienia inwestorów w szczególności w stosunku do niektórych gospodarek wschodzących przełożyło się na odpływ kapitału z części tych krajów i osłabienie ich kursów walutowych. Aby ograniczyć skalę deprecjacji niektóre banki centralne interweniowały na rynku walutowym lub podwyższyły stopy procentowe. Część członków Rady wskazywała, że zacieśnienie polityki pieniężnej nastąpiło w gospodarkach, które charakteryzowały się podwyższoną inflacją i wyraźną nierównowagą zewnętrzną. Podwyższenie stóp procentowych było tam zatem zbieżne z dążeniem do przywrócenia równowagi makroekonomicznej – wewnętrznej i zewnętrznej.

W Polsce kurs złotego – tj. waluty kraju zaliczanego zwykle do rynków wschodzących – osłabił się stosunkowo nieznacznie. Zdaniem członków Rady odporności kursu złotego na zmiany nastrojów na rynkach finansowych sprzyja stosunkowo korzystna sytuacja gospodarcza w Polsce, w tym brak znaczących nierównowag.

Odnosząc się do krajowego wzrostu gospodarczego wskazywano, że wstępne dane o PKB za 2013 r. oraz miesięczne dane o aktywności gospodarczej i wskaźniki koniunktury świadczą o kontynuacji stopniowego ożywienia wzrostu. Członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że implikowane dane o PKB w IV kw. 2013 r. potwierdzają wciąż znaczący wkład eksportu netto do wzrostu PKB, przy nadal słabym popycie krajowym (w tym zwłaszcza inwestycyjnym). Część członków Rady argumentowała, że obecna struktura wzrostu PKB – bazująca w dużej mierze na eksporcie, przy jedynie stopniowej odbudowie popytu wewnętrznego – sprzyja utrzymaniu niskiej presji inflacyjnej, a równocześnie przyczynia się do zachowania równowagi gospodarki polskiej.

Zdaniem części członków Rady w kolejnych kwartałach – wraz z dalszą poprawą perspektyw wzrostu – aktywność inwestycyjna powinna się istotnie zwiększyć. Część członków Rady argumentowała, że w warunkach dobrej sytuacji finansowej firm oraz niskiego kosztu kredytu czynnikiem zachęcającym przedsiębiorstwa do inwestowania będzie relatywnie wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych. Członkowie ci podkreślali, że na korzystne perspektywy wzrostu inwestycji przedsiębiorstw wskazują badania koniunktury NBP, w których widoczne jest przyspieszenie prognozowanej wielkości nakładów w 2014 r. oraz wzrost odsetka firm planujących rozpoczęcie nowych projektów. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zwiększeniu nakładów na środki trwałe powinno także sprzyjać ponowne ożywienie inwestycji związanych z dalszym napływem środków unijnych, w tym do sektora samorządowego.

Analizując perspektywy dalszego ożywienia konsumpcji członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż niską dynamikę dochodów do dyspozycji, ograniczającą wzrost wydatków gospodarstw domowych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że niska inflacja oraz stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy będą w nadchodzących kwartałach oddziaływać w kierunku pobudzenia spożycia indywidualnego.

Omawiając perspektywy kształtowania się handlu zagranicznego, część członków Rady podkreślała, że niskie koszty pracy w Polsce nadal sprzyjają wysokiej konkurencyjności cenowej polskich dóbr za granicą, a przez to wzrostowi eksportu. Korzystne perspektywy dla eksportu wspiera także przewidywane przyspieszenie dynamiki aktywności u głównych partnerów handlowych Polski, widoczne w rewizjach w górę prognoz wzrostu ich PKB. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że przyspieszenie importu związane z prognozowanym ożywieniem inwestycji będzie oddziaływać w kierunku obniżenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Analizując wzrost akcji kredytowej część członków Rady zwracała uwagę, że jest on wciąż niewielki. W szczególności niska pozostaje dynamika kredytu inwestycyjnego dla firm, co – zdaniem tych członków Rady – świadczy o nadal dużej awersji do ryzyka zarówno banków, jak i przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika kredytu dla sektora prywatnego przyspiesza. Wskazywali oni w szczególności na rosnącą dostępność kredytu dla firm, widoczną we wzroście odsetka zaakceptowanych wniosków kredytowych. W kontekście oczekiwanego w kolejnych kwartałach ożywienia aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw będzie to oddziaływało w kierunku ożywienia akcji kredytowej dla tego sektora, zwłaszcza wobec deklarowanego przez banki łagodzenia kryteriów udzielania niektórych kredytów.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy część członków Rady podkreślała, że jak dotychczas poprawia się ona bardzo powoli. W szczególności wzrost zatrudnienia jest niewystarczający, aby nastąpiło obniżenie stopy bezrobocia. W efekcie, na koniec 2013 r. stopa bezrobocia była wciąż relatywnie wysoka. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost prawdopodobieństwa znalezienia pracy oraz wzrost relacji niesubsydiowanych wakatów do liczby bezrobotnych świadczą o korzystnych perspektywach rozwoju sytuacji na rynku pracy. Zdaniem tych członków Rady pozytywnymi sygnałami jest również pewna poprawa deklarowanej skłonności przedsiębiorstw do zwiększania zatrudnienia oraz ograniczenie obaw osób prywatnych przed utratą pracy.

W kontekście wpływu sytuacji na rynku pracy na inflację część członków Rady podkreślała, że wciąż wysoka stopa bezrobocia hamuje zarówno presję kosztową (poprzez ograniczanie presji płacowej), jak i popytową (poprzez zmniejszanie dochodów do dyspozycji). Członkowie ci wskazywali na utrzymywanie się od kilku lat niskiej dynamiki wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że także w perspektywie kolejnych kwartałów wzrost jednostkowych kosztów pracy powinien pozostać niski. Inni członkowie Rady argumentowali, że w reakcji na poprawiającą się koniunkturę presja płacowa może pojawić się dość szybko, stąd tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w krótkim czasie może się wyraźnie zwiększyć.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych członkowie Rady zwracali uwagę, że inflacja – w tym inflacja bazowa – jest wciąż bardzo niska, a dostępne prognozy wskazują na jej prawdopodobne utrzymanie się na niskim poziomie w kolejnych kwartałach. Utrzymaniu niskiej inflacji bazowej sprzyja dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz wciąż niska inflacja u głównych partnerów handlowych Polski. Z kolei ryzyko istotnego wzrostu cen energii lub żywności ogranicza sytuacja na międzynarodowych rynkach surowcowych, gdzie umiarkowana skala ożywienia globalnej koniunktury sprzyja stabilizacji cen. Oznacza to brak istotnego ryzyka wyraźnego wzrostu presji inflacyjnej w Polsce w nadchodzącym okresie. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że bank centralny w swojej polityce pieniężnej powinien uwzględniać to, że niski poziom inflacji wynika częściowo z czynników przejściowych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione. Ponadto, Rada podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada potwierdziła, że uzasadnione jest jej zdaniem utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. Rada uznała, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami marcowej projekcji NBP.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 marca 2014 r.

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

Odnosząc się do sytuacji za granicą, wskazywano, że ożywienie gospodarcze na świecie wciąż jest umiarkowane. Podkreślano przy tym, że w Stanach Zjednoczonych dynamika aktywności w ostatnim okresie mogła nieco spowolnić, a wzrost PKB w IV kw. 2013 r. został zrewidowany w dół. Oceniano jednak, że pewne pogorszenie danych w Stanach Zjednoczonych mogło być częściowo związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Członkowie Rady podkreślali dalszą poprawę koniunktury w strefie euro, w której jednak dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niestabilna i znacznie niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Zwracali przy tym uwagę, że inflacja w strefie euro utrzymuje się na niskim poziomie.

Odnosząc się do sytuacji w gospodarkach wschodzących, część członków Rady zauważała, że w największej z nich – Chinach – wskaźniki koniunktury wskazują na spowolnienie dynamiki aktywności na początku br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali zaś, że w wielu krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika aktywności gospodarczej przyspiesza.

Członkowie Rady uważali, że czynnikiem ryzyka dla sytuacji gospodarczej w otoczeniu Polski jest zwiększona niepewność dotycząca dalszego rozwoju sytuacji na Ukrainie. Wskazywano, że ewentualna eskalacja konfliktu pomiędzy Ukrainą i Rosją może osłabić wymianę handlową Polski z rynkami wschodnimi, a także niekorzystnie oddziaływać na nastroje i skłonność przedsiębiorstw do inwestycji. Oceniano przy tym, że ewentualne osłabienie eksportu Polski na rynki wschodnie, w tym zwłaszcza eksportu żywności, mogłoby oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki cen na rynku krajowym. Niektórzy członkowie Rady uważali jednak, że ryzyko dotyczące rozwoju sytuacji na Wschodzie może przyczyniać się do kontynuacji obserwowanego w ostatnim okresie wzrostu cen surowców na rynkach światowych, a także do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych. Inni członkowie Rady uważali w tym kontekście, że wzrost cen surowców w ostatnim okresie mógł być przejściowy, a czynnikiem ograniczającym ich ceny w dalszej perspektywie może być spadek dynamiki popytu w Chinach.

Odnosząc się do sytuacji w gospodarce Polski, członkowie Rady zwrócili uwagę na przyspieszenie dynamiki PKB w IV kw. 2013 r. Zgodnie z oczekiwaniami, w kierunku wyższego wzrostu PKB oddziaływało przyspieszenie popytu krajowego, w tym zwłaszcza konsumpcji oraz – w bardzo niewielkim stopniu – inwestycji. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostał jednak eksport netto. Członkowie Rady podkreślili, że dane miesięczne z początku br. wskazują na kontynuację stopniowego ożywienia w gospodarce. W szczególności dalej rosła sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, choć wskazywano również na spadek produkcji budowlano-montażowej. Członkowie Rady oceniali, że ożywieniu gospodarczemu nie towarzyszy narastanie istotnych nierównowag makroekonomicznych, następuje poprawa salda na rachunku obrotów bieżących. Niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę, że ożywieniu gospodarczemu towarzyszy stabilna dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że pojawiają się sygnały pewnej poprawy na tym rynku, choć jak dotąd jest ona powolna. W szczególności zwracano uwagę, że zgodnie z BAEL, liczba pracujących w IV kw. 2013 r. nieznacznie wzrosła, co przyczyniło się do pewnego obniżenia stopy bezrobocia (w ujęciu rocznym). Zwracano jednak uwagę, że w styczniu nastąpiło wyhamowanie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na wzrost liczby ofert pracy oraz obniżenie się prawdopodobieństwa utraty pracy, co sugeruje kontynuację poprawy sytuacji na tym rynku w kolejnych kwartałach. Podkreślano, że stopa bezrobocia pozostaje jednak podwyższona, co ogranicza presję płacową w gospodarce. Na brak presji płacowej wskazuje spowolnienie dynamiki wynagrodzeń, a także obniżenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy w IV kw. 2013 r.

Członkowie Rady podkreślali, że obserwowane stopniowe ożywienie koniunktury nie przekłada się na wzrost presji inflacyjnej w gospodarce. Argumentowano, że w styczniu inflacja pozostała stabilna i wyraźnie niższa od celu inflacyjnego, a inflacja bazowa – obniżyła się. Na brak presji inflacyjnej wskazuje także ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, której towarzyszą niskie oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że na początku br. roczna dynamika cen konsumpcyjnych jest podwyższana przez statystyczne efekty bazy.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach ożywienie gospodarcze prawdopodobnie będzie kontynuowane w tempie zbliżonym do przewidywanego w marcowej projekcji. Podkreślano, że dynamika PKB będzie wspierana przez ożywienie popytu konsumpcyjnego. Zwracano uwagę, że zgodnie z projekcją można oczekiwać ożywienia inwestycji, w tym przede wszystkim inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że czynnikiem osłabiającym aktywność przedsiębiorstw może być wzrost obciążeń podatkowych nakładanych na nie przez samorządy.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego, inflacja – zgodnie z marcową projekcją – będzie wracać do celu stopniowo, a co najmniej w bieżącym roku pozostanie poniżej celu. Część członków Rady podkreślała, że wskazują na to także prognozy zewnętrzne. Zwracali oni przy tym uwagę, że – zgodnie z projekcją – przewidywany stopniowy powrót inflacji do celu będzie związany z powolnym domykaniem luki popytowej oraz jej późniejszą stabilizacją na poziomie dodatnim, choć bliskim zera. Członkowie Rady podkreślali, że projekcja przewiduje przyspieszenie wzrostu płac oraz dynamiki jednostkowych kosztów pracy, jednak nie na tyle silne by zagrozić realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali zarazem uwagę, że projekcja marcowa – w porównaniu z listopadową – przewiduje w bieżącym roku niższą inflację, przy równocześnie wyższym prognozowanym wzroście PKB. Wskazywali przy tym, że utrzymywanie się inflacji poniżej celu w najbliższym roku będzie nadal w dużym stopniu rezultatem oddziaływania czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym zakładanej niskiej dynamiki cen energii. W rezultacie, w przypadku wyższej niż założono w projekcji dynamiki cen energii w kolejnych kwartałach, inflacja może powrócić do celu szybciej niż przewiduje obecna projekcja. Zwracali oni także uwagę, że wynikający z projekcji wzrost relacji kosztów pracy do przychodów przedsiębiorstw może oddziaływać w kierunku ograniczenia konkurencyjności krajowych przedsiębiorstw na rynkach międzynarodowych. W tym kontekście podkreślali, że ożywienie wzrostu gospodarczego może sprzyjać napływowi kapitału i aprecjacji kursu walutowego, w ten sposób dodatkowo obniżając konkurencyjność cenową polskich przedsiębiorstw. W rezultacie czynniki wytwórcze mogłyby zostać przesunięte w kierunku sektora dóbr niepodlegających międzynarodowej wymianie handlowej – w tym do budownictwa mieszkaniowego – tworząc, w warunkach niskich stóp procentowych, ryzyko powstania nierównowag w tym sektorze. W związku z tym, niektórzy członkowie Rady uważali, że uzasadnione może być podwyższenie stóp procentowych, nawet w przypadku utrzymywania się inflacji poniżej celu.

Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że istotne podwyższenie stóp procentowych w celu ograniczenia ryzyka powstania nierównowag na rynku nieruchomości może być bardziej kosztowne dla całej gospodarki niż zastosowanie instrumentów makro-ostrożnościowych. Zwrócili przy tym uwagę, że wprowadzone przez KNF stopniowe obniżanie wskaźnika LtV dla kredytów hipotecznych w bieżącym i kolejnych latach, powinno oddziaływać w kierunku ograniczenia ryzyka tworzenia się istotnych nierównowag na rynku nieruchomości.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione. Rada dyskutowała na temat sygnalizowanego prawdopodobnego okresu utrzymywania stóp

procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Część członków Rady była zdania, że biorąc pod uwagę marcową projekcję, wskazującą na bardzo powolny powrót inflacji do celu, uzasadnione może być utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca 2014 r. Czynnikiem uzasadniającym wydłużony okres stabilizacji stóp procentowych było – w opinii części członków Rady – dążenie do ograniczenia niepewności gospodarczej w sytuacji wzrostu ryzyka międzynarodowego związanego z pojawieniem się napięć na Wschodzie.

Cześć członków Rady podkreślała natomiast, że ze względu na niepewność dotyczącą dalszego rozwoju sytuacji makroekonomicznej za granicą, w tym na Ukrainie, sygnalizowany okres prawdopodobnego utrzymywania stóp procentowych na niezmiennym poziomie nie powinien być dłuższy niż dotychczas. Niektórzy z tych członków Rady uważali także, że krótszy okres sygnalizowanego braku zmian stóp procentowych może być uzasadniony ze względu na następujące ożywienie gospodarcze i ryzyko wcześniejszego niż wskazuje projekcja powrotu inflacji do celu.

W wyniku dyskusji Rada oceniła, że obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza, w tym wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB, uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 kwietnia 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą wskazywano na wciąż umiarkowaną dynamikę aktywności na świecie. Członkowie Rady zwracali uwagę, że – po przejściowym osłabieniu – najnowsze dane potwierdzają poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych, natomiast w strefie euro kontynuowane jest powolne ożywienie wzrostu. Jednocześnie gospodarka chińska najprawdopodobniej dalej spowalnia.

Członkowie Rady zwracali uwagę na niską inflację w wielu krajach, która – jeśli będzie się utrzymywać – może utrudniać proces delewarowania w największych gospodarkach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na czynniki, które – ich zdaniem – mogą przełożyć się na trwałe obniżenie inflacji na świecie. Czynniki te to: obniżenie się globalnego tempa wzrostu gospodarczego oraz spadkowa faza cen w wieloletnim cyklu surowcowym. Część członków Rady argumentowała jednak, że w horyzoncie kilku najbliższych lat dalszy wzrost największych gospodarek wschodzących będzie pozytywnie wpływać na tempo globalnej aktywności, a przez to także oddziaływać w kierunku wyższej inflacji na świecie.

W kontekście bieżących uwarunkowań zewnętrznych wskazywano, że do bardzo niskiego poziomu obniżyła się inflacja w strefie euro, co skłoniło EBC do zasygnalizowania możliwości dalszego

łagodzenia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że niska inflacja w strefie euro wynika w znacznym stopniu z silnie ujemnej dynamiki cen energii, a więc korzystnego wstrząsu podażowego, który sprzyja odbudowie popytu w tej gospodarce. Czynnikiem obniżającym inflację w strefie euro jest także spadek jednostkowych kosztów pracy w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużenia, który pomaga im wyjść z recesji, przy jednoczesnym zachowaniu konkurencyjności eksportu Niemiec wobec otoczenia strefy euro. Członkowie ci argumentowali ponadto, że skala możliwej deflacji w strefie euro jest na tyle niewielka, że nie powinna powodować wstrzymywania się podmiotów od zakupów, a zatem ryzyko wystąpienia wtórnych efektów spadku cen jest nieduże. Jednocześnie – zdaniem tych członków Rady – kontynuacja silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC, poprzez zwiększanie ryzyka narastania baniek na rynku aktywów, może nawet oddziaływać w kierunku spadku inflacji konsumenckiej. Inni członkowie Rady oceniali, że ewentualne pojawianie się oczekiwań na spadek cen może pogłębić tendencje deflacyjne w strefie euro i dlatego prawdopodobnie EBC będzie starał się temu przeciwdziałać.

Analizując perspektywy kształtowania się koniunktury wskazywano, że pozytywnym zjawiskiem jest coraz większe znaczenie popytu krajowego we wzroście gospodarczym Niemiec. Jednocześnie część członków Rady podkreślała, że czynnikiem ryzyka dla dalszej poprawy koniunktury w gospodarce niemieckiej, a przez to także polskiej, jest spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że obecnie trudno oczekiwać stymulacji chińskiej gospodarki biorąc pod uwagę silny wzrost zadłużenia wewnętrznego, jaki nastąpił tam po globalnym kryzysie finansowym.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że źródłem niepewności co do perspektyw kształtowania się wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje także sytuacja na Ukrainie, w tym skala oczekiwanej w tym kraju recesji oraz ryzyko zaburzeń w relacjach gospodarczych z Rosją. Wskazywano, że ewentualna eskalacja konfliktu między Ukrainą i Rosją może osłabić wymianę handlową Polski z rynkami wschodnimi. Biorąc pod uwagę dotychczasowe informacje oceniano jednak, że możliwe osłabienie eksportu Polski na rynki wschodnie – choć może mieć negatywne konsekwencje dla niektórych firm – to w skali całej gospodarki prawdopodobnie nie będzie czynnikiem istotnie ograniczającym dynamikę aktywności.

Odnosząc się do reakcji rynków finansowych na konflikt ukraińsko-rosyjski podkreślano, że kurs złotego pozostał relatywnie stabilny, rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie, a wpływ na wycenę akcji był przejściowy. Zdaniem części członków Rady utrzymaniu pozytywnego nastawienia inwestorów zagranicznych do polskiej gospodarki sprzyjają jej korzystne fundamenty i brak nierównowag makroekonomicznych.

Analizując bieżące dane zwracano uwagę, że przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej, wraz z odbudową aktywności w budownictwie, świadczą o kontynuacji stopniowego ożywienia gospodarczego. Korzystne odczyty większości wskaźników koniunktury wskazują przy tym na prawdopodobny wzrost aktywności również w kolejnych kwartałach. Część członków Rady oceniała, że przyspieszenie dynamiki PKB może być dość wyraźne, ze względu na możliwość przyspieszenia wzrostu nakładów inwestycyjnych firm w nadchodzącym okresie. Część członków Rady zwracała jednak równocześnie uwagę na pogorszenie się oczekiwań przedsiębiorstw

co do nowych zamówień eksportowych, co może sygnalizować osłabienie popytu zewnętrznego i ograniczać skłonność firm do inwestowania. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że – ze względu na prawdopodobnie trwale niższe tempo wzrostu za granicą – dynamika PKB w Polsce może utrzymać się na umiarkowanym poziomie. Czynnikiem, który – ich zdaniem – może ograniczać wzrost popytu konsumpcyjnego jest istotne długoterminowe zadłużenie części gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ożywienie aktywności powoli zaczyna przekładać się na poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopniowo rośnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw i obniża się bezrobocie. Podkreślano jednak, że stopa bezrobocia utrzymuje się na podwyższonym poziomie, co jest czynnikiem hamującym presję płacową. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że choć dynamika wynagrodzeń pozostaje umiarkowana, to – ze względu na niską inflację – rośnie dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, co wspiera zwiększenie dynamiki konsumpcji.

Część członków Rady podkreślała, że dynamika akcji kredytowej jest wciąż niska, choć następuje jej pewne ożywienie. Zwracano przy tym uwagę, że zwiększeniu skłonności firm do inwestowania – następującemu w warunkach niskich stóp procentowych i poprawiającej się koniunktury – towarzyszy wzrost dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niskie oprocentowanie depozytów pozostaje czynnikiem ograniczającym skłonność do lokowania środków w systemie bankowym.

Omawiając procesy inflacyjne członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się inflacji wyraźnie poniżej celu, wciąż niską inflację bazową, dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz niskie oczekiwania inflacyjne. Część członków Rady podkreślała, że dostępne prognozy wskazują na bardzo powolny wzrost inflacji i brak zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać utrzymane na niezmienionym poziomie. Ponadto, Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br. Członkowie Rady wskazywali, że momentem, w którym możliwa będzie pełniejsza ocena potrzeby ewentualnej zmiany okresu sygnalizowanego braku zmian stóp procentowych, będzie prawdopodobnie lipcowe posiedzenie Rady, na którym zaprezentowana zostanie nowa projekcja NBP.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 maja 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą członkowie Rady wskazywali na jej stopniową poprawę. Zwracano uwagę, że – po wyhamowaniu wzrostu gospodarczego na początku br. – najnowsze dane wskazują na ponowny wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych. W tym kontekście podkreślano, że – pomimo stopniowego zmniejszania skali zakupu aktywów przez Rezerwę Federalną – polityka monetarna w Stanach Zjednoczonych pozostaje bardzo łagodna.

Członkowie Rady wskazywali również na kontynuację powolnego ożywienia gospodarczego w strefie euro. Podkreślano, że w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – ożywienie gospodarcze jest nieco silniejsze niż w pozostałych krajach tego regionu, choć zwrócono uwagę na pewne osłabienie zamówień w niemieckim przemyśle i pogorszenie nastrojów niemieckich przedsiębiorstw w marcu. Wskazywano również na polepszenie nastrojów na rynkach finansowych krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, które powinno przekładać się na łatwiejszy dostęp do kredytu, a przez to stopniową poprawę sytuacji gospodarczej w niektórych z tych krajów.

Członkowie Rady podkreślali, że inflacja w wielu krajach, w tym zwłaszcza w strefie euro, pozostaje niska mimo postępującego ożywienia gospodarczego. Może to skłonić główne banki centralne do dalszego prowadzenia łagodnej polityki pieniężnej, w tym EBC, do dalszego poluzowania swojej polityki. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że deflacja w strefie euro jest coraz mniej prawdopodobna, na co wskazuje rewizja w górę niektórych prognoz inflacji w strefie euro. Członkowie ci zwracali jednocześnie uwagę na ryzyka związane z dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej przez EBC dla wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie.

Dyskutując o otoczeniu polskiej gospodarki niektórzy członkowie Rady wskazywali na czynniki, które mogą w nadchodzących latach oddziaływać w kierunku niższego wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych, w szczególności w strefie euro. Do czynników tych zaliczali oni prawdopodobną kontynuację działań mających na celu zmniejszenie nierównowagi w sektorze finansów publicznych, starzenie się społeczeństw oraz obniżenie nakładów inwestycyjnych w krajach rozwiniętych po globalnym kryzysie finansowym, w tym nakładów na badania i rozwój. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w wyniku działań chińskich władz zmierzających do zmniejszenia zależności wzrostu gospodarczego od nakładów inwestycyjnych może osłabić się popyt na dobra inwestycyjne importowane do Chin z krajów rozwiniętych, w tym zwłaszcza z Niemiec.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w krajach rozwijających się, zwrócono uwagę na osłabienie wzrostu gospodarczego w Chinach w I kw. br. oraz związane z kryzysem ukraińskim pogorszenie perspektyw gospodarczych na Ukrainie i w Rosji. Omawiając wpływ kryzysu ukraińskiego na polską gospodarkę większość członków Rady oceniała, że nasilający się konflikt na Ukrainie pozostaje źródłem niepewności co do perspektyw kształtowania się wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywali oni, że pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w Rosji i na Ukrainie oraz osłabienie walut tych krajów może mieć negatywny wpływ na wymianę handlową Polski z rynkami wschodnimi. Jednak niektórzy członkowie Rady byli zdania, że – wobec niewielkiej skali wymiany handlowej Polski z tymi rynkami oraz możliwości przekierowania jej części na inne rynki – kryzys ukraiński będzie miał ograniczony wpływ na polski handel zagraniczny, a w konsekwencji na wzrost

gospodarczy w Polsce. Członkowie Rady zwracali również uwagę na nieznaczną dotąd skalę wpływu kryzysu ukraińskiego na nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych i kurs złotego.

Omawiając bieżące dane dotyczące gospodarki krajowej, członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także poprawę w budownictwie, co potwierdza kontynuację stopniowego ożywienia popytu krajowego. Wskazywano, że – wbrew wcześniejszym szacunkom – popyt krajowy był głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego już w IV kw. ub.r., do czego przyczyniło się m.in. znacznie szybsze od oczekiwań ożywienie wydatków inwestycyjnych. Podkreślano jednak, że dane o aktywności gospodarczej były w ostatnim okresie słabsze od oczekiwań, a niektóre z nich, w tym dynamika sprzedaży detalicznej, zamówienia eksportowe oraz wskaźniki wyprzedzające koniunktury, osłabiły się. Zdaniem części członków Rady pogorszenie nastrojów mogło mieć związek ze wzrostem niepewności na skutek eskalacji konfliktu na Ukrainie oraz pogorszeniem perspektyw rozwoju gospodarczego partnerów handlowych na Wschodzie.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ożywienie aktywności gospodarczej przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopniowo rośnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw i obniża się bezrobocie. Członkowie Rady podkreślali, że stopa bezrobocia utrzymuje się jednak na podwyższonym poziomie, co jest czynnikiem hamującym presję płacową. Potwierdza to niska dynamika jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że – podobnie jak w poprzednich fazach ożywienia – można spodziewać się przyspieszenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy w kolejnych kwartałach. Zwracano również uwagę na przyspieszenie wzrostu płac w ostatnich miesiącach. Część członków Rady argumentowała z kolei, że badania koniunktury w sektorze przedsiębiorstw nie sygnalizują przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń w najbliższym czasie.

Część członków Rady wskazywała na pewne ożywienie akcji kredytowej w polskiej gospodarce, czemu sprzyja niski koszt kredytu. Równocześnie niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę na niski udział kredytów inwestycyjnych w finansowaniu inwestycji przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Inni członkowie Rady oceniali ponadto, że niskie oprocentowanie depozytów pozostaje czynnikiem ograniczającym skłonność do lokowania środków w systemie bankowym, na co wskazuje obniżająca się dynamika depozytów przedsiębiorstw.

Omawiając procesy inflacyjne członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się inflacji wyraźnie poniżej celu i wciąż niską – pomimo pewnego wzrostu jednej z jej miar – inflację bazową. Podkreślano również, że ceny produkcji sprzedanej przemysłu nadal się obniżają, a oczekiwania inflacyjne pozostają niskie. Część członków Rady zwróciła uwagę, że dostępne prognozy wskazują na nieco wolniejszy niż w projekcji marcowej wzrost inflacji w nadchodzących miesiącach. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że inflacja może w związku z tym powrócić do celu później niż wskazywała projekcja marcowa. Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego może przełożyć się na wzrost inflacji w większym stopniu niż wskazują dostępne obecnie prognozy. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że sytuacja na Ukrainie, a także niekorzystne warunki meteorologiczne w wielu krajach będących znaczącymi eksporterami

surowców żywnościowych, przyczyniają się do silnego wzrostu ich cen na światowych rynkach. Oddziałuje to w kierunku wyższej dynamiki cen żywności, której spadek w poprzednich miesiącach – obok niskiej dynamiki cen energii – był jednym z głównych czynników obniżających inflację.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Ponadto Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br. Członkowie Rady wskazywali, że momentem, w którym możliwa będzie pełniejsza ocena perspektyw makroekonomicznych potrzebna do ewentualnej zmiany okresu sygnalizowanego braku zmian stóp procentowych, będzie prawdopodobnie lipcowe posiedzenie Rady, na którym zaprezentowana zostanie nowa projekcja NBP.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 czerwca 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą, członkowie Rady wskazywali, że wzrost aktywności na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja w poszczególnych gospodarkach jest nadal zróżnicowana. Część członków Rady podkreślała, że opublikowane ostatnio dane o aktywności w głównych gospodarkach były słabsze od oczekiwań. W szczególności, PKB w Stanach Zjednoczonych niespodziewanie spadł w I kw., choć najprawdopodobniej jedynie przejściowo. Z kolei w strefie euro wzrost PKB ukształtował się na niskim poziomie, a niektóre wskaźniki koniunktury sygnalizowały osłabienie tempa poprawy koniunktury w sektorze przemysłowym w maju br.

Dyskutując na temat strefy euro, część członków Rady zwracała uwagę na zróżnicowanie tempa wzrostu gospodarczego w tym regionie. Podczas gdy we Włoszech PKB w I kw. obniżył się, a we Francji nie uległ zmianie, to w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – wzrost gospodarczy przyspieszył. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że perspektywy niemieckiego eksportu są ograniczane przez utrzymywanie się relatywnie niskiego wzrostu gospodarczego w Chinach, a także spowolnienie gospodarcze w Rosji. Część członków Rady zaznaczyła również, że widoczne już w ub.r. osłabienie wymiany handlowej Polski z Rosją i Ukrainą nasiliło się w pierwszych miesiącach br.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na zapowiedź złagodzenia polityki pieniężnej na czerwcowym posiedzeniu EBC. Część członków Rady podkreślała, że – pomimo stopniowego zmniejszania przez Rezerwę Federalną skali łagodzenia ilościowego – również w Stanach Zjednoczonych polityka pieniężna pozostaje silnie ekspansywna. Wskazywali oni ponadto, że polityka pieniężna w regionie Europy Środkowo-Wschodniej pozostaje łagodna, a

Narodowy Bank Węgier (MNB) obniżył ostatnio główną stopę procentową do poziomu 2,4%. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że pomimo ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej w ostatnich latach przez wiele banków centralnych, inflacja na świecie pozostaje niska.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali na utrzymywanie się inflacji w strefie euro na niskim poziomie, do czego przyczynia się nie tylko ujemna łączna dynamika cen żywności i energii, ale także niska inflacja bazowa. Zwracano uwagę, że inflacja w strefie euro pozostaje wyraźnie poniżej poziomu uznawanego przez EBC za zgodny z definicją stabilności cen. W tym kontekście wyrażono opinię, że utrzymywanie się niskiej inflacji utrudnia proces delewarowania w krajach członkowskich strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Zaznaczono ponadto, że inflacja w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich miesiącach również się obniżyła, kształtując się nieznacznie powyżej zera lub nawet na ujemnym poziomie. Zwracano uwagę, że – podobnie jak w strefie euro – obniżeniu się inflacji CPI w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich miesiącach towarzyszył również spadek inflacji bazowej.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że dynamika PKB w I kw. była zbliżona do przewidywanej w marcowej projekcji i potwierdziła stopniowe ożywienie polskiej gospodarki. Podkreślono korzystną strukturę wzrostu PKB, w szczególności szybszy niż w poprzednim kwartale wzrost popytu krajowego, w tym zwłaszcza inwestycyjnego, przy jednoczesnym utrzymaniu się nadwyżki w obrotach handlowych. Część członków Rady wskazywała jednak na wyhamowanie poprawy niektórych wskaźników koniunktury w sektorze przemysłowym, do czego przyczyniło się osłabienie częściowych wskaźników dotyczących zamówień, zatrudnienia i produkcji. W ocenie tych członków Rady, obniżenie się niektórych wskaźników koniunktury może sygnalizować ryzyko dla dalszego ożywienia polskiej gospodarki.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa inwestowania w Polsce pozostaje na niskim poziomie w stosunku do innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Wskazywali oni również na niski – w porównaniu do innych krajów Unii Europejskiej – udział inwestycji prywatnych w inwestycjach ogółem. W tym kontekście wskazywano jednak na ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, w tym na cele inwestycyjne.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ożywienie aktywności gospodarczej przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy. Powoli rośnie zatrudnienie w gospodarce i obniża się bezrobocie. Podkreślano, że – pomimo stopniowego ożywienia na rynku pracy – presja płacowa pozostaje ograniczona, do czego przyczynia się równoczesny wzrost aktywności zawodowej.

Omawiając procesy inflacyjne, członkowie Rady zwracali uwagę, że inflacja w kwietniu obniżyła się, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP i kształtując się znacznie poniżej ścieżki z marcowej projekcji. Na spadek inflacji w kwietniu złożyło się w szczególności obniżenie się inflacji bazowej oraz spadek dynamiki cen żywności. Część członków Rady wskazywała ponadto, że do obniżania się inflacji w ostatnich miesiącach przyczyniał się spadek cen coraz większej liczby dóbr. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej, ujemną dynamikę deflatora sprzedaży detalicznej i dalszy spadek cen importu.

W odniesieniu do przewidywanego kształtowania się inflacji w kolejnych miesiącach, członkowie Rady zwracali uwagę, że niektóre prognozy krótkookresowe sygnalizują, iż w ciągu najbliższego roku pozostanie ona najprawdopodobniej poniżej poziomu przewidywanego w marcowej projekcji. Część członków Rady zaznaczała także, że

– zgodnie z dostępnymi prognozami – wzrosło prawdopodobieństwo przejściowego obniżenia się inflacji poniżej zera w miesiącach letnich. Wskazywano także na obniżenie się długookresowych oczekiwań inflacyjnych implikowanych z obligacji indeksowanych do inflacji. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że – w przypadku utrzymania się obecnego tempa wzrostu gospodarczego – ożywienie presji popytowej będzie oddziaływać w kierunku wyższej inflacji. Argumentowali oni również, że w związku z ograniczeniem produkcji ropy naftowej w niektórych krajach ceny tego surowca mogą wzrosnąć w nadchodzącym okresie.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać utrzymane na obecnym poziomie. Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennicze do końca trzeciego kwartału br. Dyskutując na temat przyszłych decyzji, większość członków Rady wskazywała, że obniżeniu się ścieżki przewidywanej inflacji w stosunku do marcowej projekcji towarzyszy wzrost niepewności, w szczególności w zakresie tempa ożywienia gospodarczego w nadchodzących kwartałach oraz perspektyw polityki pieniężnej za granicą. W tej sytuacji członkowie Rady uznali, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej i ewentualnego dostosowania poziomu stóp procentowych będzie możliwa po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym z lipcową projekcją NBP.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 lipca 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą, członkowie Rady wskazywali, że wzrost aktywności na świecie jest umiarkowany. Podkreślano, że w strefie euro ożywienie gospodarcze pozostaje powolne, pomimo pewnej poprawy koniunktury w peryferyjnych gospodarkach tego obszaru walutowego. Część członków Rady zwracała także uwagę, że po rewizji danych w Stanach Zjednoczonych, tempo wzrostu PKB w I kw. br. było w tej gospodarce ujemne i niższe niż pierwotnie szacowano. Inni członkowie Rady podkreślali, że przyczyniły się do tego warunki pogodowe, a w drugim kwartale powinno nastąpić istotne odbicie. Odnosząc się do sytuacji w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Rosji, wskazywano, że dynamika aktywności gospodarczej w tych krajach pozostaje niska. Podkreślano jednak, że w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej trwa ożywienie gospodarcze.

Podczas posiedzenia dyskutowano także na temat polityki pieniężnej w otoczeniu gospodarki Polski. Wskazywano na poluzowanie polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny (w tym obniżenie stóp procentowych i wprowadzenie nowego programu zasilającego banki w płynność pod warunkiem zwiększenia akcji kredytowej) oraz przez niektóre banki gospodarek wschodzących. Podkreślano, że w kolejnych kwartałach EBC może zapowiedzieć kolejne programy luzowania ilościowego. Część członków Rady zwracała uwagę, że łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC zwiększa dysparytet stóp procentowych między Polską a większością krajów w jej otoczeniu oraz znaczenie tego dysparytetu dla kształtowania się kursu walutowego.

Dyskutując o skuteczności niestandardowych działań głównych banków centralnych, część członków Rady była zdania, że działania te pozwalają zaspokoić rosnący popyt na płynność ze strony podmiotów gospodarczych. Argumentowano, że w przypadku braku tych działań dynamika aktywności gospodarczej w największych gospodarkach byłaby prawdopodobnie niższa. Część członków Rady uważała jednak, że niestandardowe działania podejmowane przez główne banki centralne mają niską skuteczność. Ze względu na wciąż nie w pełni zrestrukturyzowane bilanse banków i utrzymującą się niepewność w gospodarce nie przekładają się one na wzrost akcji kredytowej i wzrost zagregowanych wydatków, a ich niepożądanym skutkiem jest nadmierny wzrost cen niektórych aktywów. Członkowie ci zwracali także uwagę, że choć luzowanie ilościowe dostarcza płynność do gospodarki, dając bankom i przedsiębiorstwom czas na restrukturyzację, to utrzymywanie bliskich zera stóp procentowych ogranicza bodźce do ich restrukturyzacji.

Członkowie Rady zauważali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych jak dotąd nie doprowadziła do wyraźnego wzrostu inflacji na świecie, a w najbliższym otoczeniu gospodarki Polski inflacja pozostaje bardzo niska. Niektórzy argumentowali, że niska inflacja w gospodarce globalnej może się utrzymywać przez dłuższy czas, ze względu na ograniczoną dynamikę popytu, a także brak wzrostu cen surowców na rynkach światowych.

Dyskutując o bieżącej sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że dynamika aktywności gospodarczej w ostatnich miesiącach mogła nieco spowolnić, co było prawdopodobnie częściowo – a w ocenie niektórych członków Rady przede wszystkim – skutkiem konfliktu pomiędzy Ukrainą i Rosją. O spowolnieniu dynamiki aktywności gospodarczej świadczyło obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, a także sprzedaży detalicznej. Zwracano również uwagę na spadek niektórych indeksów koniunktury oraz na zahamowanie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Wskazywano na znaczną niepewność dotyczącą trwałości spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady uważali, że rosnąca dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych sugeruje kontynuację ożywienia popytu krajowego w kolejnych miesiącach. Podkreślali oni jednocześnie, że wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego akcja kredytowa może dalej przyspieszać i wyraźnie przekroczyć dynamikę nominalnego PKB.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, zauważano, że w maju roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była wyraźnie niższa niż oczekiwano. Podkreślano przy tym, że ceny produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym nadal spadają oraz że utrzymują się bardzo niskie

oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Argumentowano, że w kierunku niskiej inflacji oddziałują nie tylko szoki podażowe (w tym spadek cen owoców i warzyw), ale także umiarkowany wzrost popytu, o czym świadczy bardzo niski poziom inflacji bazowej. Część członków Rady wskazywała także, że istotnym źródłem niskiej inflacji w Polsce jest ujemna dynamika cen importu. Część członków Rady zwracała uwagę, że niższa od oczekiwań inflacja oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych.

Analizując lipcową projekcję inflacji i PKB, członkowie Rady zwracali uwagę, że choć w kolejnych kwartałach dynamika PKB nie będzie prawdopodobnie wyraźnie przyspieszać, to może przekraczać dynamikę potencjalnego PKB. W efekcie luka popytowa, która jest obecnie ujemna, powinna się stopniowo domykać w horyzoncie projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że pod koniec horyzontu projekcji dynamika PKB będzie zbliżona do dynamiki produktu potencjalnego. Członkowie Rady wskazywali także, że – zgodnie z projekcją – rosnać mają wszystkie składowe popytu krajowego oraz eksport, a pewne spowolnienie dynamiki inwestycji pod koniec horyzontu projekcji związane może być z ograniczeniem inwestycji publicznych finansowanych ze środków Unii Europejskiej. Podkreślano, że zgodnie z projekcją ożywienie gospodarcze w najbliższych kwartałach przyczyni się do pewnego wzrostu dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, która jednak pozostanie poniżej wieloletniej średniej. Zwracano jednak uwagę, że dynamika płac ma rosnać szybciej niż dynamika wydajności pracy i prowadzić do stopniowego wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że w dalszym horyzoncie projekcji dynamika jednostkowych kosztów pracy ma przewyższać cel inflacyjny NBP.

Analizując projekcję inflacji, członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach inflacja ma być niższa niż przewidywano w projekcji marcowej. Zwracali uwagę, że w najbliższych miesiącach inflacja może spaść poniżej zera, a w kolejnych kilku kwartałach pozostanie bardzo niska. Wskazywano, że dopiero pod koniec horyzontu projekcji inflacja wzrośnie w pobliże celu inflacyjnego. Argumentowano, że zgodnie z projekcją, wzrostowi inflacji będzie sprzyjać prognozowana poprawa sytuacji na rynku pracy, a także pewien wzrost cen żywności i energii. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika tych dwóch kategorii cen i tak ma być – według projekcji – niższa od wieloletniej średniej.

Odnosząc się do możliwych skutków oczekiwanego przejściowego spadku inflacji poniżej zera w najbliższych miesiącach, niektórzy członkowie Rady byli zdania, że będzie on oddziałował w kierunku wzrostu realnej siły nabywczej konsumentów i zgłaszanego przez nich popytu. Inni członkowie Rady uważali natomiast, że prawdopodobny spadek inflacji poniżej zera może oddziałować w kierunku przesuwania w czasie konsumpcji przez gospodarstwa domowe. Członkowie ci uważali, że obecny poziom stóp procentowych przy aktualnych uwarunkowaniach makroekonomicznych może pogłębiać deflację.

Członkowie Rady zwracali uwagę na ryzyka związane z projekcją inflacji. Część z nich podkreślała, że rozkład ryzyka w projekcji jest asymetryczny i prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się powyżej tej ścieżki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że ryzykiem dla wyższej inflacji mogą być wyższe niż założono ceny surowców energetycznych, co może być związane z konfliktem na Bliskim

Wschodzie. Inni członkowie Rady argumentowali, że inflacja bazowa w projekcji wzrasta do poziomu, który w przeszłości występował tylko wtedy, gdy inflacja CPI przekraczała górną granicę przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione. Uzasadnieniem dla tej decyzji było trwające ożywienie gospodarcze, które powinno się przyczynić do wzrostu inflacji w pobliżu celu inflacyjnego NBP w horyzoncie projekcji. Członkowie Rady byli jednak zdania, że utrzymuje się niepewność dotycząca możliwości osłabienia koniunktury i tempa powrotu inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali wobec tego, że konieczne może być obniżenie stóp procentowych w najbliższym czasie. Rada uznała, że decyzje dotyczące stóp procentowych w kolejnych miesiącach powinny zależeć od oceny napływających danych z punktu widzenia perspektyw dalszego ożywienia aktywności gospodarczej i kształtowania się inflacji w średnim okresie.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 września 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą, członkowie Rady podkreślali, że od ostatniego posiedzenia istotnie wzrosła niepewność w otoczeniu polskiej gospodarki. Do tego wzrostu niepewności przyczyniła się eskalacja konfliktu na Wschodzie oraz sygnały ponownej stagnacji gospodarczej w strefie euro. Wskazywano, że rosnąca niepewność co do dalszego przebiegu kryzysu militarnego na Wschodzie, a także wprowadzone sankcje gospodarcze będą negatywnie wpływać na koniunkturę w Polsce i Europie. Zwracano uwagę na pogłębienie się recesji na Ukrainie i utrzymujące się silne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Rosji, którym towarzyszy deprecjacja walut obu krajów. Czynniki te oddziałują negatywnie na polski eksport, a przez to także na krajową aktywność gospodarczą.

Część członków Rady wyrażała jednak opinię, że sankcje gospodarcze, choć dotkliwe dla niektórych branż, będą miały prawdopodobnie ograniczony wpływ na wymianę handlową Polski i krajową koniunkturę. Ponadto wskazywano, że – pomimo wzrostu niepewności związanego z nasileniem ryzyka geopolitycznego w ostatnim okresie – kurs złotego pozostawał relatywnie stabilny. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na pewną deprecjację złotego od poprzedniego posiedzenia. Ponadto wyrażali opinię, że w ostatnim okresie zwiększyło się prawdopodobieństwo silnego spadku cen aktywów finansowych w przypadku nagłego wzrostu awersji do ryzyka, szczególnie w warunkach obniżonej zmienności i przy ograniczonych obrotach na rynkach finansowych.

Członkowie Rady podkreślali, że istotnym źródłem ryzyka zewnętrznego dla wzrostu gospodarczego w Polsce jest sytuacja w strefie euro. Strefa euro w II kwartale ponownie znalazła się w stagnacji, do czego przyczyniła się głównie sytuacja gospodarcza w największych krajach tego regionu. W szczególności, przez drugi kolejny kwartał nie zmienił się PKB we Francji, a we Włoszech i w Niemczech nastąpił jego spadek. Członkowie Rady zwracali również uwagę na obniżenie wskaźników aktywności w sektorze przemysłowym krajów strefy euro. Równocześnie niektórzy

członkowie Rady byli zdania, że ponowne ożywienie aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych począwszy od II kwartału może przełożyć się na ożywienie gospodarcze na świecie, w tym w gospodarkach wschodzących. W efekcie mogłoby to wpłynąć pozytywnie na aktywność w gospodarce niemieckiej, a przez to i polskiej.

W trakcie posiedzenia wskazywano na obniżenie się inflacji w strefie euro w okolice zera. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że niska inflacja – poprzez niższą indeksację dochodów gospodarstw domowych – będzie negatywnie wpływać na dynamikę popytu i przyczyniać się do przedłużenia okresu stagnacji w strefie euro. Członkowie Rady zwracali uwagę, że od ostatniego posiedzenia Rady nasiliły się oczekiwania na dodatkowe poluzowanie polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Ponadto wskazywano na obniżenie stóp procentowych w gospodarkach silnie powiązanych ze strefą euro, a także na zwiększenie się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a krajami w jej najbliższym otoczeniu.

Omawiając koniunkturę w Polsce podkreślano, że napływające dane wskazują na obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Choć roczna dynamika PKB w II kwartale obniżyła się nieznacznie, to była ona wspierana w dużym stopniu przez wzrost zapasów przy jednoczesnym obniżeniu eksportu netto oraz dynamiki inwestycji. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować ryzyko dostosowania produkcji w kolejnych kwartałach do zmniejszającej się dynamiki sprzedaży. Osłabienie dynamiki wzrostu potwierdzają także dane o produkcji przemysłowej i wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu, które w ostatnich miesiącach były wyraźnie niższe niż kilka miesięcy wcześniej. Podkreślano także, że w ostatnim czasie osłabiły się nastroje konsumentów, a w lipcu wyhamowała dynamika produkcji budowlano-montażowej. Część członków Rady wskazywała, że osłabiło się tempo ożywienia na rynku pracy, o czym świadczy obniżenie wzrostu liczby pracujących, dynamiki płac i jednostkowych kosztów pracy w II kwartale.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że wzrost niepewności związany z eskalacją kryzysu na Ukrainie mógł być główną przyczyną pewnego osłabienia dynamiki inwestycji w II kwartale i pogorszenia wskaźników koniunktury w ostatnim okresie. Trudno zatem ocenić, czy osłabienie wskaźników gospodarczych i dynamiki nakładów inwestycyjnych ma trwały charakter. Część członków Rady oceniała, że możliwe jest utrzymywanie się wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do poprzednich kwartałów. Wskazywali oni na utrzymujący się wzrost popytu konsumpcyjnego, o czym świadczy niewielkie przyspieszenie dynamiki konsumpcji prywatnej w II kwartale i pewien wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej w lipcu. Wzrost popytu konsumpcyjnego jest wspierany przez trwające ożywienie na rynku pracy i stabilny wzrost płac realnych w warunkach bardzo niskiej dynamiki cen. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na pewien wzrost dynamiki produkcji przemysłowej w lipcu.

Odnosząc się do bieżących procesów cenowych, zwracano uwagę na obniżenie się rocznej inflacji poniżej zera w lipcu, co było zgodne z oczekiwaniami z lipcowej projekcji, choć wyraźnie poniżej oczekiwań formułowanych kilka kwartałów wcześniej. Podkreślano, że obniżenie się wskaźnika inflacji poniżej zera wynikało z ujemnej dynamiki cen żywności przy stagnacji cen energii. Jednocześnie zwracano uwagę na brak presji popytowej potwierdzany przez historycznie niskie wartości wszystkich wskaźników inflacji bazowej oraz utrzymywanie się ujemnej dynamiki deflatora

sprzedaży detalicznej. Wskazywano również na brak presji płacowej pomimo ożywienia na rynku pracy oraz na brak presji kosztowej potwierdzany przez utrzymywanie się od dwóch lat spadku cen produkcji sprzedanej. Zwracano uwagę, że wyraźne obniżenie się inflacji i oczekiwań inflacyjnych oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych, mimo stabilizacji stóp nominalnych.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego członkowie Rady oceniali, że tak jak w II kwartale, w kolejnych kwartałach będzie on prawdopodobnie niższy od przewidywanego w lipcowej projekcji, choć – jak wskazywali niektórzy członkowie Rady – pozostanie zbliżony do obserwowanego na początku bieżącego roku. Niższy niż przewidywano w lipcowej projekcji wzrost PKB sugeruje przede wszystkim słabsza koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki. Członkowie Rady podkreślali ponadto, że w kierunku ograniczenia dynamiki krajowej aktywności może oddziaływać pogorszenie nastrojów krajowych podmiotów gospodarczych w związku ze wzrostem niepewności odnośnie do rozwoju sytuacji na Ukrainie.

Analizując perspektywy inflacji w najbliższych miesiącach wskazywano, że będzie się ona prawdopodobnie kształtowała nieco poniżej projekcji lipcowej. Do niższej niż przewidywano w lipcu inflacji przyczyni się najprawdopodobniej silniejszy spadek cen żywności (na skutek sankcji na polskie owoce i warzywa oraz obniżenie cen surowców żywnościowych na światowych rynkach), a także słabsza presja popytowa związana z wolniejszym niż oczekiwano w lipcu wzrostem gospodarczym. Część członków Rady wskazywała również, że oczekiwane utrzymywanie się bardzo niskiej inflacji w strefie euro będzie – poprzez silne powiązania handlowe z tym obszarem – oddziaływać dodatkowo w kierunku ograniczenia presji cenowej w Polsce. Równocześnie zwracano uwagę, że – zgodnie z dostępnymi prognozami – inflacja wzrośnie powyżej zera jeszcze w bieżącym roku, czemu będzie prawdopodobnie sprzyjać ponowny wzrost cen żywności i wyższa dynamika cen energii.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, większość członków Rady uznała, że w najbliższym czasie prawdopodobnie będzie uzasadnione prawdopodobnie dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Za obniżeniem stóp procentowych przemawiają – ich zdaniem – sygnały osłabienia koniunktury w kraju i za granicą, brak presji cenowej i wzrost ryzyka utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, a także poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro. Członkowie ci oceniali także, że wobec umiarkowanego wzrostu gospodarczego i utrzymującej się niepewności ryzyko powstania nierównowag makroekonomicznych po ewentualnym obniżeniu stóp procentowych jest niewielkie. Część członków Rady uznała, że stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone już na bieżącym posiedzeniu. Argumentowali oni, że – wobec rosnącego ryzyka spowolnienia wzrostu gospodarczego i utrzymywania się inflacji wyraźnie poniżej celu w Polsce w kolejnych kwartałach – uzasadnione jest możliwie szybkie obniżenie stóp procentowych. Inni członkowie Rady wskazywali na niepewność dotyczącą trwałości osłabienia koniunktury oraz sytuacji na Wschodzie, co uzasadniało – ich zdaniem – utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu. Przypominali oni również, że na poprzednich posiedzeniach Rada sygnalizowała stabilizację stóp procentowych do końca III kwartału. Jednocześnie podkreślali oni, że jeśli napływające dane nie zmieniają istotnie oceny stanu koniunktury i procesów

inflacyjnych, to na kolejnym posiedzeniu uzasadnione będzie rozpoczęcie dostosowania polityki pieniężnej.

Część członków Rady oceniała natomiast, że dostosowanie polityki pieniężnej w Polsce nie jest obecnie uzasadnione. W ich ocenie mimo pojawiających się sygnałów osłabienia koniunktury, możliwe jest utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Wskazywali oni na ograniczony wpływ zmian stóp procentowych na decyzje podmiotów gospodarczych w warunkach podwyższonej niepewności. Ich zdaniem w obliczu ograniczonego popytu na kredyt dla przedsiębiorstw, dodatkowy impuls monetarny miałby bardzo ograniczony wpływ na akcję kredytową w tym obszarze. Argumentowali oni również, że ewentualne osłabienie kursu walutowego – towarzyszące obniżeniu stóp procentowych – wpłynęłoby negatywnie na siłę nabywczą gospodarstw domowych zadłużonych w walutach obcych. Wskazywali oni również, że – w przypadku zmniejszenia się niepewności – obniżenie stóp procentowych może oddziaływać w kierunku pojawienia się nierównowag makroekonomicznych.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 października 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady zwracali uwagę, że dynamika aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowana i różni się znacząco między poszczególnymi regionami. Podkreślali, że w Stanach Zjednoczonych trwa ożywienie gospodarcze, choć jego tempo pozostaje wolniejsze niż w poprzednich cyklach koniunkturalnych. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro dynamika PKB jest niska, a wskaźniki koniunktury w ostatnim okresie się pogorszyły. Część członków Rady zwracała także uwagę na obniżenie prognoz wzrostu PKB w tej gospodarce przez międzynarodowe instytucje. Członkowie Rady podkreślali pogorszenie koniunktury w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, o czym świadczy spadek indeksów PMI i IFO w ostatnich miesiącach, a także głęboki spadek produkcji przemysłowej i nowych zamówień w sierpniu. Członkowie Rady wskazywali, że w innych dużych gospodarkach strefy euro, w tym we Włoszech i Francji, dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska i jest ograniczana przez problemy strukturalne tych krajów.

Omawiając sytuację gospodarczą w największych gospodarkach wschodzących stwierdzono, że w III kw. br. gospodarka rosyjska prawdopodobnie znalazła się w recesji, a w Chinach wzrost PKB prawdopodobnie się obniżył. Argumentowano, że pogorszenie sytuacji gospodarczej w tych gospodarkach niekorzystnie wpłynie na eksport Niemiec, a w konsekwencji może również ograniczyć dynamikę eksportu Polski.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnich miesiącach znacząco spadły ceny surowców. Spadek ten sprzyjał obniżeniu się inflacji w Polsce oraz w jej otoczeniu, w tym w strefie euro. Zauważano, że inflacja w strefie euro stopniowo obniża się w kierunku zera.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej za granicą, członkowie Rady podkreślali, że stopniowemu ograniczaniu skali luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną, towarzyszy zwiększanie skali ekspansji monetarnej przez EBC. Zwracano uwagę, że ze względu na dywergencję polityki pieniężnej między Rezerwą Federalną a EBC, kurs euro względem dolara w ostatnich miesiącach osłabiał się, co zwiększać będzie konkurencyjność cenową strefy euro względem gospodarki amerykańskiej. Osłabieniu kursu euro towarzyszyła także deprecjacja złotego względem dolara.

Wskazywano, że EBC przeprowadził we wrześniu pierwsze warunkowe operacje zasilające banki w płynność oraz zapowiedział rozpoczęcie zakupu aktywów w IV kw. br. Część członków Rady oceniała, że silnie ekspansywna polityka pieniężna EBC – ze względu na strukturalny charakter niskiego wzrostu gospodarczego i brak popytu na kredyt – będzie mało skuteczna w pobudzaniu wzrostu gospodarczego w strefie euro. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że choć nie jest znana skala dalszego luzowania ilościowego tego banku, to ma ono potrwać – zgodnie z zapowiedziami EBC – przynajmniej przez 2 lata. Wobec tego – argumentowali – w otoczeniu Polski polityka pieniężna pozostanie silnie ekspansywna przez dłuższy czas i – przy niezmiennych stopach procentowych NBP – może oddziaływać w kierunku napływu kapitału krótkoterminowego do Polski. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną może mieć silniejszy wpływ na rynki finansowe, w tym na ceny polskich aktywów, niż luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Członkowie ci zwracali również uwagę, że w niektórych gospodarkach wschodzących oraz gospodarkach rozwiniętych, które jedynie w niewielkim stopniu doświadczyły skutków gospodarczych globalnego kryzysu finansowego, stopy procentowe pozostają wyższe niż w Polsce.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że tempo wzrostu gospodarczego w ostatnich miesiącach spowolniło. Część członków Rady podkreślała, że dynamika aktywności gospodarczej jest niższa niż prognozowano w lipcowej projekcji NBP. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę na obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej, stagnację produkcji budowlano-montażowej oraz utrzymywanie się indeksu PMI dla przemysłu poniżej 50 punktów. Wskazywali ponadto, że negatywnie na dynamikę aktywności gospodarczej w Polsce oddziałuje silny spadek eksportu do krajów byłego Związku Radzieckiego oraz wyraźne spowolnienie dynamiki eksportu do strefy euro. Argumentowali, że choć sprzedaż detaliczna rośnie, to jej dynamika jest niższa niż w I połowie br. Twierdzili przy tym, że spowolnienie dynamiki PKB może nie być przejściowe, a niektórzy z nich uważali, że istnieje ryzyko dalszego spowalniania dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.

Część członków Rady argumentowała natomiast, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce spowolniło jedynie nieznacznie, a tempo wzrostu PKB jest obecnie zbliżone do tempa wzrostu potencjalnego. Wskazywali przy tym, że sytuacja na rynku pracy się poprawia, w tym spada stopa bezrobocia oraz utrzymuje się stabilny wzrost wynagrodzeń, co wspiera wzrost sprzedaży detalicznej.

Argumentowali, że wysokiej dynamice aktywności gospodarczej towarzyszyła także korzystna sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Niektórzy z tych członków Rady zwracali uwagę, że wzrost gospodarczy w Polsce oraz wzrost popytu krajowego pozostają wyższe niż prognozowano kilka kwartałów wcześniej, kiedy Rada dokonała ostatniej obniżki stóp procentowych. Podkreślali oni również, że zgodnie z prognozami, wzrost PKB w przyszłym roku może być wyższy niż w roku bieżącym.

Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB w kolejnym roku będzie kształt polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że zapowiedzi przedstawicieli rządu dotyczące zwiększenia wydatków socjalnych sugerują, że w kolejnym roku może nastąpić większy niż dotychczas planowano wzrost wydatków publicznych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na możliwy wzrost wydatków współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Część członków Rady uważała jednak, że zapowiedziany przez rząd wzrost wydatków socjalnych będzie niewielki (rzędu 0,2% PKB), a deficyt w 2015 r. pozostanie zbliżony do deficytu w 2014 r. Część wydatków publicznych wynikać będzie przy tym z konieczności spłaty jednorazowych zobowiązań zaciągniętych kilka lat wcześniej. Argumentowali oni również, że możliwość poluzowania polityki fiskalnej jest ograniczona ze względu na obowiązywanie procedury nadmiernego deficytu. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że deficyt budżetowy w 2014 r. będzie prawdopodobnie wyraźnie niższy niż planowano w ustawie budżetowej, co będzie oznaczało poluzowanie fiskalne w przyszłym roku.

Analizując procesy inflacyjne, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się inflacji CPI poniżej zera. Większość członków Rady podkreślała, że w gospodarce nie widać presji kosztowej, o czym świadczy ujemna dynamika cen producenta oraz utrzymywanie się niskiego wzrostu wynagrodzeń. Argumentowali oni również, że nie ma sygnałów presji popytowej, o czym świadczy ujemny deflator sprzedaży detalicznej i utrzymywanie się zbliżonej do zera inflacji bazowej. Wskazywali także na dalsze obniżanie się oczekiwań inflacyjnych. Zwracali przy tym uwagę na wzrost ryzyka, dłuższego niż wcześniej sądzono, utrzymywania się inflacji poniżej celu, na co wskazują rewizje prognoz inflacji.

Zdaniem części członków Rady tak silne obniżanie się wskaźnika CPI ma przede wszystkim charakter podażowy, na co wskazuje pogłębienie się spadku cen żywności. Argumentowali oni, że obserwowane dodatnie wstrząsy podażowe oddziałują w kierunku poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz zwiększają zdolność podmiotów gospodarczych do obsługi zadłużenia. Niektórzy z nich zwracali również uwagę, że w sierpniu nastąpił nieznaczny wzrost jednej z miar inflacji bazowej.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP większość członków Rady uważała, że ze względu na spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej, ryzyko dalszego osłabienia koniunktury i pogłębienia się ujemnej luki popytowej, a przez to wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, uzasadnione jest istotne obniżenie stóp procentowych. Wskazywali przy tym na sygnały osłabienia koniunktury w Polsce i jej otoczeniu, dalszy spadek cen i oczekiwań inflacyjnych oraz brak presji płacowej. Jednocześnie podkreślali, że dostosowanie stóp jest konieczne ze względu na zwiększenie się realnych stóp procentowych wynikające z obniżenia się inflacji i

oczekiwań inflacyjnych w ostatnich kwartałach. W tym kontekście podkreślali, że obecnie stopy te stały się relatywnie wysokie również na tle ostatnich lat. Zwracali także uwagę na brak zagrożeń inflacyjnych w otoczeniu Polski oraz zwiększającą się skalę ekspansji monetarnej w strefie euro, prowadzącą do wzrostu dysparytetu stóp procentowych w Polsce wobec otoczenia. Członkowie ci podkreślali także, że umiarkowana dynamika akcji kredytowej w gospodarce i brak oznak nierównowagi na rynku nieruchomości ograniczają ryzyka dla stabilności finansowej. Członkowie ci uważali także, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, dostosowanie stóp procentowych NBP powinno być możliwie szybkie i istotne. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady uważali, że zdecydowana obniżka stóp procentowych byłaby uzasadniona, o ile towarzyszyłoby jej stwierdzenie, że taka decyzja oznacza jednorazowe dostosowanie stóp procentowych do aktualnych prognoz gospodarczych.

Część członków Rady uważała natomiast, że stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmienionym poziomie. Wskazywali, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w ostatnim okresie wynika z oddziaływania czynników znajdujących się poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej, to jest szoków zewnętrznych oraz utrzymującej się niepewności. Wobec tego w obecnych warunkach instrumenty polityki pieniężnej mogą okazać się mało skuteczne w pobudzaniu aktywności gospodarczej. Argumentowali, że niska inflacja wynika przede wszystkim z oddziaływania szoków podażowych, które zwiększają realne dochody gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a tym samym nie powinny być neutralizowane przez politykę pieniężną. Niektórzy z tych członków Rady uważali również, że niższe stopy procentowe mogą spowolnić proces restrukturyzacji przedsiębiorstw. Inni z tych członków argumentowali, że obniżka stóp procentowych byłaby uzasadniona tylko w przypadku istotnego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady twierdzili także, że obniżki stóp procentowych poprzez stymulację popytu krajowego w warunkach słabego popytu za granicą mogłyby przyczynić się do pogorszenia bilansu obrotów bieżących. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że w ostatnich kwartałach Polska osiągała nadwyżkę w obrotach handlowych, a deficyt obrotów bieżących dotychczas był finansowany przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i napływ środków z UE.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali również, że obniżka stóp procentowych może oddziaływać w kierunku spadku depozytów w sektorze bankowym. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że silny spadek depozytów, a tym samym wzrost gotówki w obiegu, jest raczej mało prawdopodobny w reakcji na obniżenie stóp NBP. Podkreślali również, że ewentualna zamiana przez podmioty gospodarcze części depozytów na gotówkę nie wpłynęłaby negatywnie na stabilność sektora bankowego ze względu na utrzymującą się znaczącą nadpłynność sektora bankowego w Polsce, a środki wycofywane z sektora bankowego mogłyby być wykorzystywane na cele konsumpcyjne i inwestycyjne.

Rada dyskutowała także na temat szerokości korytarza oprocentowania operacji depozytowo-kredytowych. Wskazywano, że w przypadku obniżki stopy referencyjnej, dotychczasowa szerokość korytarza będzie bardzo duża w relacji do poziomu głównej stopy. Podkreślano przy tym, że wynikające stąd obniżenie stopy lombardowej wpłynie na odsetki maksymalne. Członkowie Rady

zwracali również uwagę, że w przypadku obniżenia stopy referencyjnej i stopy redyskonta weksli oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej byłoby – przy zachowaniu dotychczasowego sposobu jego liczenia – wyższe niż oprocentowanie podstawowych operacji otwartego rynku.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie stopy referencyjnej NBP i stopy redyskonta weksli NBP o 0,50 pkt proc. oraz wniosek o obniżenie stopy lombardowej NBP o 1,0 pkt proc. Wnioski zostały przyjęte. Złożono również wniosek o zmianę oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej na 0,9 stopy referencyjnej. Wniosek został przyjęty.

Rada ustaliła stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 listopada 2014 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą oraz listopadowej projekcji inflacji i PKB.

Część członków Rady podkreślała, że w ostatnich miesiącach nastąpiło pogorszenie bieżącej i oczekiwanej koniunktury w otoczeniu gospodarczym Polski. Wskazywano na ponowne obniżenie prognoz wzrostu sporządzanych przez instytucje zewnętrzne dla gospodarki światowej, w tym dla strefy euro, która ma utrzymać się w stagnacji w najbliższych kwartałach. Podkreślano, że nasilają się obawy o długotrwałą stagnację w strefie euro. Część członków Rady zwracała również uwagę na spowolnienie wzrostu gospodarczego w największych krajach rozwijających się. Wskazywano na osłabianie się wzrostu w Chinach i prawdopodobne pojawienie się stagnacji gospodarczej w Rosji, a także na pogłębiającą się recesję na Ukrainie. W ocenie części członków Rady obniżenie dynamiki aktywności gospodarczej w krajach wschodzących będzie negatywnie oddziaływało na wzrost PKB w strefie euro, w tym zwłaszcza w Niemczech kierujących dużą część eksportu do tych krajów, a jednocześnie będących głównym partnerem handlowym Polski. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych w ostatnim okresie pojawiły się sygnały poprawy koniunktury w sektorze przemysłowym w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro i Niemczech. Zwracano jednocześnie uwagę, że w Stanach Zjednoczonych trwa umiarkowane ożywienie gospodarcze. Ponadto, zdaniem tych członków Rady w strefie euro wzrost gospodarczy może być w przyszłym roku nieco wyższy niż w obecnym.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych za granicą, podkreślano, że inflacja pozostaje niska w wielu krajach, w tym również tam, gdzie utrzymuje się względnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro inflacja jest bardzo niska i nadal się obniża. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w części krajów silnie powiązanych gospodarczo z tym obszarem walutowym dynamika cen jest ujemna. Podkreślano, że do niskiej inflacji na świecie przyczynia się obniżenie cen surowców na światowych rynkach oraz relatywnie niski globalny wzrost gospodarczy, co – zdaniem niektórych członków Rady – oznacza brak skuteczności krajowej polityki monetarnej w podwyższaniu tempa wzrostu cen.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, wskazywano, że w przypadku głównych banków centralnych pozostaje ona silnie ekspansywna. W szczególności, choć Rezerwa Federalna zaprzestała

zwiększania skali zakupu aktywów finansowych, to będzie nadal reinwestować zapadające papiery dłużne. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że Rezerwa Federalna sygnalizuje podwyższenie stóp procentowych w przyszłym roku. Z kolei Europejski Bank Centralny rozpoczął w październiku zakupy aktywów finansowych, a Bank Japonii znacznie je zwiększył. W tym kontekście zwrócono uwagę, że Europejski Bank Centralny zamierza kontynuować zakupy aktywów w horyzoncie co najmniej dwóch lat, a stopy procentowe w strefie euro mogą pozostać w pobliżu zera nawet w dłuższym okresie. Wskazywano również na obniżenie stóp procentowych w krajach silnie powiązanych gospodarczo ze strefą euro, również w tych, w których utrzymuje się względnie wysoki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady zwrócili ponadto uwagę, że ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych zwiększała presję na aprecjację walut niektórych krajów o istotnym dysparytecie stóp procentowych w stosunku do głównych gospodarek.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że w III kwartale prawdopodobnie nastąpiło dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego. Część członków Rady zwracała uwagę na niewielką skalę tego spowolnienia. Wskazywano, że spowolnienie jest spowodowane głównie osłabieniem popytu zewnętrznego przekładającym się na spadek dynamiki eksportu oraz na pogorszenie nastrojów skutkujące obniżeniem wzrostu wydatków inwestycyjnych podmiotów prywatnych. Na taki obraz wskazują napływające dane, zgodnie z którymi wyhamował wzrost eksportu i obniżyły się zamówienia eksportowe, a produkcja przemysłowa w III kwartale rosła średnio wolniej niż kwartał wcześniej. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że dane napływające w ostatnim okresie mogą sygnalizować ożywienie koniunktury w kolejnych kwartałach. W szczególności we wrześniu wzrosła dynamika produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, czemu towarzyszyła pewna poprawa nastrojów po kilku miesiącach ich pogarszania. Na podtrzymanie umiarkowanego wzrostu popytu inwestycyjnego w III kwartale wskazuje obserwowane w tym okresie stopniowe przyspieszanie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i stabilny wzrost kredytów mieszkaniowych. Część członków Rady zwracała również uwagę na nadal korzystną koniunkturę konsumencką, stabilizację wzrostu sprzedaży detalicznej oraz utrzymujący się wzrost zatrudnienia, a także wzrost prawdopodobieństwa znalezienia pracy przy stabilizacji prawdopodobieństwa utraty pracy.

Dyskutując na temat perspektyw koniunktury gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że prognozowane w listopadowej projekcji tempo wzrostu PKB jest niższe niż w poprzedniej rundzie projekcyjnej. Część członków Rady podkreślała jednak, że zgodnie z centralną, najbardziej prawdopodobną, ścieżką projekcji roczna dynamika PKB nieznacznie przyspieszy począwszy od II kwartału 2015 r. Następnie wzrost gospodarczy ma się ustabilizować powyżej 3%, a więc na poziomie zbliżonym do dynamiki produktu potencjalnego. Wspiera to ocenę tych członków Rady, że – pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych – perspektywy wzrostu PKB w Polsce pozostają korzystne. Członkowie ci wskazywali ponadto, że prognozy zewnętrzne także wskazują na powrót gospodarki polskiej do fazy umiarkowanego ożywienia w perspektywie kolejnych kwartałów. Część członków Rady podkreślała natomiast, że prawdopodobieństwo niższego wzrostu gospodarczego niż pokazuje centralna ścieżka projekcji jest istotne, o czym świadczy silnie asymetryczny rozkład ryzyk prognozy dla wzrostu PKB związany głównie z ryzykiem długotrwale niskiego wzrostu w strefie

euro. Członkowie ci zwracali również uwagę na obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski przez niektóre ośrodki zewnętrzne w ostatnim okresie i utrzymującą się niepewność co do koniunktury na świecie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że we wrześniu roczna dynamika cen i usług konsumpcyjnych pozostała ujemna. Podkreślano, że deflacja w Polsce jest wprawdzie wynikiem oddziaływania czynników zewnętrznych (w szczególności widocznych w obniżeniu się cen żywności i energii), jednak sprzyja jej także brak presji popytowej, na co wskazuje zerowy poziom większości wskaźników inflacji bazowej. W tym kontekście zwracano uwagę na utrzymywanie się niskiej presji płacowej i kosztowej w gospodarce, o czym świadczy niska dynamika jednostkowych kosztów pracy i kontynuacja spadku cen produkcji sprzedanej w ujęciu rocznym.

Odnosząc się do perspektyw inflacji, podkreślano, że ścieżka inflacji przewidywana w listopadowej projekcji jest niższa niż prognozowano w lipcu i pozostaje poniżej celu w całym horyzoncie projekcji. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na podobną jak w przypadku PKB wyraźną asymetrię bilansu ryzyk, wskazującą na większe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej. Członkowie ci wskazywali, że luka popytowa – w przeciwieństwie do projekcji lipcowej – pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji listopadowej, przez co okres obniżonej presji popytowej wydłuży się w porównaniu do poprzedniej projekcji. Argumentowali oni ponadto, że perspektywy niskiej inflacji potwierdzane są przez prognozy zewnętrzne. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że zgodnie z centralną ścieżką projekcji listopadowej inflacja ma stopniowo rosnąć i pod koniec horyzontu projekcji wrócić do przedziału odchyień od celu. W ocenie tych członków Rady inflacja może ukształtować się na nieco wyższym poziomie niż wynika to z projekcji listopadowej, powracając w okolice celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, na co wskazują niektóre prognozy.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, część członków Rady oceniała, że dostosowanie polityki pieniężnej powinno być kontynuowane na bieżącym posiedzeniu. Za kontynuacją dostosowania stóp procentowych przemawiała ich zdaniem utrzymująca się deflacja, bardzo niskie oczekiwania inflacyjne oraz prognozy wskazujące na pozostawanie inflacji poniżej celu w kolejnych latach. Uzasadnieniem dalszego dostosowania polityki pieniężnej było także obniżenie dynamiki krajowego wzrostu gospodarczego oraz ryzyko jego dalszego spowolnienia ze względu na pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki. W opinii tych członków Rady, dalsze obniżenie stóp procentowych ograniczałoby negatywne skutki osłabienia popytu zewnętrznego dla dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Podkreślali oni ponadto, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem może – oddziałując w kierunku silniejszego kursu złotego – dodatkowo opóźniać powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że obniżki stóp procentowych zmniejszyłyby koszty obsługi długu publicznego i w ten sposób wspierały politykę gospodarczą rządu.

Większość członków Rady była natomiast zdania, że stopy procentowe powinny pozostać bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wyrażali opinię, że osłabienie dynamiki PKB może być przejściowe i niewielkie. Ponadto podkreślali, że do obniżenia inflacji i spowolnienia gospodarczego przyczyniają się głównie czynniki pozostające poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej, w

tym znaczna niepewność ograniczająca dynamikę wydatków podmiotów prywatnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że po przeprowadzonej w październiku obniżce, kolejna duża obniżka stopy referencyjnej oznaczałaby, że – biorąc pod uwagę bieżącą projekcję inflacji – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej realne stopy procentowe byłyby w Polsce bliskie zera, a prawdopodobnie nawet ujemne, co powodowałoby ryzyko wystąpienia w Polsce nierównowagi makroekonomicznej. Zdaniem części członków Rady dalsze obniżenie stóp procentowych mogłoby pobudzić w nadmiernym stopniu akcję kredytową w gospodarce oraz osłabiać bodźce do restrukturyzacji przedsiębiorstw. W ocenie części członków Rady będących za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian, obecny poziom stóp procentowych stwarza także przestrzeń dla poluzowania polityki pieniężnej, gdyby okazało się ono konieczne w przypadku pojawienia się poważnych zaburzeń na globalnych rynkach finansowych.

Część spośród członków Rady będących za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian oceniała, że dokonane w październiku dostosowanie stóp procentowych stanowi wystarczający impuls monetarny dla wsparcia powrotu inflacji w pobliże celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej w świetle bieżących danych i wyników projekcji listopadowej. Niektórzy podkreślali też, że potrzebny jest czas na analizę skutków obniżki stóp procentowych w październiku. Wskazywali oni również, że ostrożna polityka pieniężna jest wartością samą w sobie, którą trzeba utrzymywać, dążąc do stabilności makroekonomicznej i finansowej. Jednak członkowie ci wskazywali, że w ostatnim okresie zwiększyła się niepewność dotycząca kierunku dalszego przebiegu koniunktury. W związku z tym nie wykluczali oni możliwości dalszego dostosowania polityki pieniężnej w przypadku znacznie silniejszego pogorszenia koniunktury w Polsce i na świecie, w szczególności w strefie euro.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,00 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 grudnia 2014 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady wskazywali, że wzrost aktywności na świecie pozostaje umiarkowany. Podkreślano, że w Stanach Zjednoczonych utrzymuje się korzystna koniunktura. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali również, że nieznacznie poprawiła się sytuacja gospodarcza w strefie euro. Część członków Rady wskazywała jednak, że wzrost gospodarczy w strefie euro pozostaje bardzo niski, a wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość utrzymywania się słabego wzrostu w kolejnych kwartałach. Zwracano uwagę na niską dynamikę PKB oraz spadek wskaźnika PMI w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. Odnosząc się do sytuacji w największych gospodarkach wschodzących wskazywano, że

również w tych krajach aktywność gospodarcza pozostaje relatywnie niska, a w Chinach doszło do jej dalszego osłabienia.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski wskazywano, że w przypadku głównych banków centralnych pozostaje ona silnie ekspansywna. W szczególności Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na historycznie niskim poziomie i prowadzi program zakupu aktywów, a także nie wyklucza jego rozszerzenia na kolejne instrumenty. Zdaniem niektórych członków Rady może to ograniczać ryzyko deflacji w strefie euro.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że dynamika PKB w III kwartale osłabiła się jedynie nieznacznie i była wyższa od oczekiwań. Część członków Rady zwracała również uwagę na korzystną strukturę wzrostu PKB. Wskazywali oni, że źródłem spowolnienia wzrostu gospodarczego było głównie osłabienie popytu zewnętrznego. Z kolei dynamika popytu wewnętrznego pozostała relatywnie wysoka, na co złożył się stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego oraz przyspieszenie wzrostu inwestycji. Część członków Rady zwracała również uwagę na wzrost wskaźników koniunktury przedsiębiorstw, szybszy niż w ubiegłym roku wzrost kredytu oraz dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że w październiku utrzymała się niska dynamika sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej, a produkcja budowlano-montażowej obniżyła się, co może wskazywać na dalsze osłabienie wzrostu w IV kw. Zdaniem niektórych członków Rady zwiększa to ryzyko osłabienia dynamiki nakładów inwestycyjnych w gospodarce polskiej. Część członków Rady zwracała również uwagę, że wzrost nominalnego PKB – wobec obniżenia się deflatora PKB w pobliżu zera – kształtuje się obecnie na jednym z najniższych poziomów w ciągu ostatniej dekady. Niska dynamika nominalnego wzrostu utrudnia z kolei ograniczenie relacji zadłużenia do PKB – zarówno publicznego, jak i prywatnego. Zdaniem tych członków Rady umiarkowane tempo wzrostu realnego PKB oraz towarzysząca mu, zbliżona do zera inflacja bazowa potwierdzają, że luka popytowa w Polsce jest ujemna. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że pomimo niewielkiego spowolnienia dynamika PKB kształtuje się na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu produktu potencjalnego, a dynamika popytu krajowego nawet wyższym. Zdaniem tych członków Rady utrzymanie się wysokiej dynamiki popytu wewnętrznego będzie oddziaływać w kierunku powiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących, którego skalę ogranicza obecnie spadek cen surowców.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego część członków Rady podkreślała, że zarówno bazowy scenariusz listopadowej projekcji, jak i krótkookresowe prognozy wewnętrzne wskazują na tylko niewielkie spowolnienie PKB w najbliższych kwartałach, po którym nastąpi powrót do fazy umiarkowanego ożywienia. Członkowie Rady wskazywali, że wobec głównie zewnętrznych źródeł obecnego osłabienia dynamiki PKB, perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro są szczególnie istotne dla kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że oczekiwany w horyzoncie najbliższych kwartałów nieznaczny wzrost dynamiki aktywności gospodarczej w strefie euro będzie wspierał ożywienie dynamiki PKB w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na utrzymujące się ryzyko długotrwale niskiego wzrostu gospodarczego w strefie euro, co może negatywnie oddziaływać na wzrost PKB w Polsce w dłuższym okresie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w kraju wskazywano, że w październiku roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od prognoz. Deflacji cen konsumpcyjnych towarzyszył dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady podkreślała, że obecnie deflacja w Polsce jest głównie efektem oddziaływania czynników zewnętrznych, które przyczyniają się przede wszystkim do spadku cen energii i żywności. Zdaniem niektórych członków Rady na takie źródła ujemnej dynamiki cen wskazuje utrzymująca się w warunkach szybkiego wzrostu funduszu płac dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz spadek kosztów działalności operacyjnej firm, w szczególności kosztów materiałowych. Część członków Rady podkreślała natomiast, że w kierunku niskiej inflacji – obok czynników zewnętrznych – oddziałuje także brak presji popytowej w krajowej gospodarce. Zdaniem tych członków Rady wskazuje na to dalsze obniżenie się wskaźników inflacji bazowej, których średnia – po raz pierwszy w historii – spadła poniżej zera.

Część członków Rady zwracała również uwagę na bardzo niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne profesjonalnych prognostów. Jednocześnie podkreślano, że prognozy inflacji zostały kolejny raz zrewidowane w dół i wskazują, że deflacja może utrzymać się nieco dłużej niż do końca bieżącego roku. W ocenie niektórych członków Rady, dynamika cen konsumenta w Polsce może utrzymać się na relatywnie niskim poziomie również w dłuższej perspektywie, w związku z długookresową tendencją spadkową cen surowców na rynkach światowych. Z kolei inni członkowie Rady argumentowali, że wpływ spadku cen surowców na inflację powinien być przejściowy. Dyskutując na temat perspektyw inflacji zwracano również uwagę na istotny wpływ przyszłego kształtowania się kursu złotego na procesy cenowe.

Odnosząc się do możliwych skutków deflacji w Polsce podkreślano, że utrzymuje się znaczna niepewność co do jej wpływu na decyzje pomiotów gospodarczych, w szczególności przedsiębiorstw. Ponadto wskazywano, że skutki ekonomiczne deflacji będą zależały od jej poziomu, źródeł oraz przewlekłości. Część członków Rady zwracała uwagę, że wydłużający się okres utrzymywania się negatywnej dynamiki cen zwiększa ryzyko utrwalenia się niskich oczekiwań inflacyjnych i – w konsekwencji – wystąpienia negatywnych skutków deflacji dla gospodarki. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że dotychczas nie zaobserwowano negatywnego wpływu deflacji na decyzje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wskazywali oni, że w III kwartale wzrosła dynamika konsumpcji i inwestycji oraz utrzymała się dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Poprawie wyników finansowych przedsiębiorstw sprzyjało obniżenie kosztów produkcji w wyniku spadku cen surowców. W opinii niektórych członków Rady również w kolejnych miesiącach deflacja nie będzie negatywnie oddziaływała na wzrost gospodarczy, a raczej będzie wspierać popyt konsumpcyjny i inwestycyjny, ponieważ jej głównym źródłem jest spadek cen surowców energetycznych i żywnościowych.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, większość członków Rady była zdania, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Część członków Rady wskazywała, że osłabienie dynamiki PKB było niewielkie, a perspektywy jego wzrostu w kolejnych kwartałach pozostają relatywnie korzystne. Zdaniem tych członków Rady, do osłabienia dynamiki PKB oraz pojawienia się deflacji przyczyniają się głównie czynniki zewnętrzne i

w konsekwencji wpływ krajowej polityki pieniężnej na procesy gospodarcze jest ograniczony. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że – biorąc pod uwagę aktualne prognozy inflacji – poziom realnych stóp procentowych *ex ante* jest obecnie stosunkowo niski, choć inni członkowie Rady podkreślali, że stopy realne deflowane bieżącym wskaźnikiem CPI są wyższe od stóp nominalnych. Zdaniem niektórych członków Rady dalsze obniżenie stóp procentowych mogłoby sprzyjać pojawieniu się nierównowagi zewnętrznej oraz nadmiernie pobudzać wzrost kredytu w gospodarce, w tym kredytu dla gospodarstw domowych, który nie finansuje inwestycji wspierających wzrost produktu potencjalnego. Członkowie ci byli również zdania, że niskie stopy procentowe osłabiają selekcję podmiotów gospodarczych i – w konsekwencji – hamują wzrost produktywności. W tym kontekście zwracali oni uwagę na utrzymujący się w ostatnich latach bardzo niski wkład przepływu czynników wytwórczych między sektorami do dynamiki produktywności. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że bez wzrostu popytu konsumpcyjnego i przy słabnącym popycie zewnętrznym także inwestycje prywatne będą hamować.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na obecnym posiedzeniu pozostawia przestrzeń do ewentualnego poluzowania polityki pieniężnej w sytuacji istotnego pogorszenia się koniunktury lub wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym.

Część spośród członków Rady będących za pozostawieniem stóp procentowych bez zmian na obecnym posiedzeniu podkreślała, że nie wykluczają oni możliwości dalszego dostosowania stóp procentowych. W opinii tych członków, za obniżeniem stóp procentowych mogłoby przemawiać wydłużenie okresu spadku cen, zwiększające ryzyko wystąpienia negatywnych skutków deflacji dla gospodarki. Dostosowanie stóp procentowych byłoby również uzasadnione, gdyby napływające dane potwierdzały utrwalanie się spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej w kraju oraz utrzymujący się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki. Część członków Rady zwracała również uwagę, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem zwiększa ryzyko umocnienia kursu złotego, co z kolei opóźniałoby powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie zaznaczali, że obniżka stóp procentowych zmniejszyłaby różnicę między oprocentowaniem depozytów a oczekiwanymi stopami zwrotu z inwestycji przedsiębiorstw, co oddziaływałoby w kierunku pobudzenia wzrostu nakładów inwestycyjnych i mogło ograniczać negatywny wpływ deflacji na skłonność firm do inwestowania.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wobec utrzymującej się ujemnej dynamiki cen i umiarkowanego wzrostu PKB, a także prawdopodobnego utrzymania się inflacji poniżej celu w sytuacji niskiego prawdopodobieństwa istotnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, już na bieżącym posiedzeniu uzasadnione jest znaczące obniżenie stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady, za taką decyzją przemawia również to, że obniżka stóp procentowych w sytuacji braku zagrożeń inflacyjnych ograniczyłaby koszty obsługi długu publicznego i w ten sposób wspierała politykę gospodarczą rządu. Członkowie ci uważali również, że obniżka stóp procentowych – zmniejszając ich dysparytet wobec otoczenia polskiej gospodarki – ograniczyłaby ryzyko dla stabilności finansowej kraju związane z ewentualnym napływem kapitału spekulacyjnego, a następnie jego wycofywaniem.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,00 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

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

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2014 r.

■ Data: 8 stycznia 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/GP/2014 w sprawie udzielenia zgody członkowi Rady Polityki Pieniężnej Jerzemu Osiatyńskiemu na działalność w organizacji międzynarodowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw:

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

■ Data: 21 stycznia 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/GP/2014 w sprawie udzielenia zgody członkowi Rady Polityki Pieniężnej Adamowi Glapińskiemu na działalność w organizacjach międzynarodowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw:

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

A. Bratkowski był nieobecny na posiedzeniu.

▪ **Data: 18 lutego 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/GP/2014 w sprawie udzielenia zgody członkowi Rady Polityki Pieniężnej Jerzemu Hausnerowi na działalność w organizacji międzynarodowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

▪ **Data: 8 kwietnia 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2014 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2013 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

■ **Data: 6 maja 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2014 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw:

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

■ **Data: 6 maja 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2014 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2013.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw:

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

▪ **Data: 20 maja 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2014 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2013 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw:

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

▪ **Data: 3 września 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 0,5 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Chojna-Duch

E.J. Osiatyński

Przeciw: M. Belka

A. Bratkowski

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

A. Zielińska-Głębocka

J. Winiecki był nieobecny na posiedzeniu.

■ **Data: 3 września 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Chojna-Duch
E.J. Osiatyński
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: M. Belka
A. Bratkowski
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca

J. Winiecki był nieobecny na posiedzeniu.

■ **Data: 16 września 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2014 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2015.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
E.J. Osiatyński
A. Rzońca
J. Winiecki

Przeciw:

A. Zielińska-Głębocka była nieobecna na posiedzeniu.

■ **Data: 8 października 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stopy referencyjnej i stopy redyskontowej weksli o 0,5 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ **Data: 8 października 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stopy lombardowej o 1,0 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ **Data: 8 października 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2014 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

RPP obniżyła stopę referencyjną i stopę redyskontową weksli o 0,5 pkt proc. oraz stopę lombardową NBP o 1,0 pkt proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ **Data: 8 października 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2014 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Decyzja RPP:

RPP zmieniła oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej na 0,9 stopy referencyjnej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	
	A. Bratkowski		
	A. Glapiński		
	J. Hausner		
	A. Kaźmierczak		
	E. J. Osiatyński		
	A. Zielińska-Głębocka		
	A. Rzońca		

E. Chojna-Duch i J. Winiecki byli nieobecni na głosowaniu.

▪ **Data: 5 listopada 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 1,0 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski

Przeciw: M. Belka
E. Chojna-Duch
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
E. J. Osiatyński
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

▪ **Data: 5 listopada 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 0,5 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. J. Osiatyński
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: E. Chojna-Duch
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki

■ **Data: 5 listopada 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ **Data: 3 grudnia 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 1,0 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

▪ **Data: 3 grudnia 2014 r.**

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2014 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2015.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E. J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

www.nbp.pl

