

Poz. 440

**UCHWAŁA NR 2/2016  
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 5 maja 2016 r.

**w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015**

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2013 r. poz. 908 i 1036 oraz z 2015 r. poz. 855 i 1513) uchwała się, co następuje:

**§ 1.** Przyjmuje się sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015, stanowiące załącznik do uchwały.

**§ 2.** Uchwała wchodzi w życie z dniem podjęcia.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *M. Belka*

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: *G. Ancyparowicz, M. Chrzanowski, E. Gatnar, Ł. Hardt,  
J. Kropiwnicki, E. Łon, K. Zubelewicz, J. Żyżyński*

Załącznik do uchwały nr 2/2016 Rady Polityki  
Pieniężnej z dnia 5 maja 2016 r. (poz. 440)

**NBP**

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

Warszawa, maj 2016 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.

---

## Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2015 r. ....	5
2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2015 r. ....	7
3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2015 r. ....	12
Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki .....	18
Załącznik 2. PKB i popyt krajowy .....	22
Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych .....	25
Załącznik 4. Bilans płatniczy .....	29
Załącznik 5. Pieniądz i kredyt .....	32
Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej .....	35
Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami .	76

# 1. Strategia polityki pieniężnej w 2015 r.

W 2015 r. Rada Polityki Pieniężnej – zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej* – dążyła do utrzymania stabilności cen prowadząc politykę pieniężną, która sprzyjała jednocześnie utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego. W ten sposób Rada realizowała podstawowe zobowiązania Narodowego Banku Polskiego zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz ustawie o Narodowym Banku Polskim. 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”.

Stabilność cen jest współcześnie rozumiana jako niska, ale dodatnia dynamika cen, która nie wywiera niekorzystnego wpływu na decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, w tym decyzje dotyczące inwestowania i oszczędzania. Zagroženiem dla stabilności cen jest zarówno nadmierna inflacja, jak i długotrwała deflacja, przede wszystkim gdy towarzyszy jej niski wzrost gospodarczy lub stagnacja.

Rada Polityki Pieniężnej dąży do zapewnienia stabilności cen wykorzystując strategię celu inflacyjnego. Od 2004 r. Rada realizuje średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punkt procentowy. W tym okresie przeciętny poziom inflacji cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł w Polsce 2,3% rocznie, a więc był zbliżony do celu NBP, choć w niektórych latach dynamika cen znajdowała się poza przedziałem odchyień od celu. Jednocześnie tempo wzrostu gospodarczego było stosunkowo stabilne, a w gospodarce nie powstały istotne nierównowagi makroekonomiczne. Wskazuje to na skuteczność strategii celu inflacyjnego w zapewnieniu długookresowej stabilności cen przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Uwzględniając średniookresowy charakter celu inflacyjnego Rada dopuszcza okresowe odchylenie się dynamiki cen od celu ze względu na występowanie wstrząsów w gospodarce. Reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy i spowodowane nimi odchylenia inflacji od celu zależy od przyczyn i charakteru tych wstrząsów oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy cenotwórcze i oczekiwania inflacyjne. Rada w sposób elastyczny określa długość horyzontu powrotu inflacji do celu w zależności od natury wstrząsu, jego trwałości oraz ogólnej oceny ryzyka, jakie dany wstrząs stanowi zarówno dla średniookresowej stabilności cen, jak i szerzej rozumianej stabilności makroekonomicznej w dłuższym okresie.

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wskazują, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest bardzo ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymywania równowagi w gospodarce. Zapewnienie stabilności makroekonomicznej wymaga bowiem prowadzenia polityki pieniężnej w taki sposób, aby – dążąc do stabilizacji inflacji na niskim poziomie – ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, w tym w szczególności w systemie finansowym. Rada prowadzi więc politykę pieniężną w taki sposób, aby wspierać stabilność systemu finansowego, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwia niezakłócone funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W związku z tym Rada

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

uwzględnia w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów, zwłaszcza cen nieruchomości, oraz dynamikę akcji kredytowej. Wspieranie stabilności systemu finansowego wymaga – szczególnie w warunkach silnych wstrząsów zewnętrznych – wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego.

Rada realizuje strategię celu inflacyjnego 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.

## 2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2015 r.

W 2015 r. wzrost gospodarczy w Polsce był stabilny i jednocześnie szybszy niż w poprzednim roku. Towarzyszyła temu wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy. W efekcie znacząco zwiększyło się zatrudnienie i spadło bezrobocie, a wynagrodzenia i popyt konsumpcyjny systematycznie rosły. Jednocześnie sytuacja finansowa firm była dobra, co – wraz z wysokim poziomem wykorzystania ich zdolności wytwórczych – sprzyjało wzrostowi inwestycji. W takich warunkach następował szybszy niż w wielu innych krajach wzrost akcji kredytowej.

Mimo relatywnie korzystnej koniunktury gospodarczej w Polsce dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych – podobnie jak w wielu innych krajach – wyraźnie się obniżyła i przez cały 2015 r. była ujemna. Spadek cen zwiększał ryzyko utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Z tego powodu, w marcu 2015 r. Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 0,5 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 1,5%. W efekcie stopy procentowe NBP znalazły się na najniższym poziomie w historii. W kolejnych miesiącach Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W 2015 r. Rada dążyła do utrzymania stabilności cen korzystając przy tym ze wskazywanej w *Założeniach polityki pieniężnej* elastyczności strategii celu inflacyjnego. Rada brała więc pod uwagę z jednej strony ryzyko związane z wydłużeniem się okresu utrzymywania się dynamiki cen poniżej celu inflacyjnego, a z drugiej zewnętrzny charakter wstrząsów powodujących odchylenie inflacji od celu. W szczególności Rada uwzględniała to, że do deflacji przyczynił się silny i nieoczekiwany spadek cen surowców na rynkach światowych, który jednocześnie oddziaływał korzystnie na sytuację ekonomiczną większości podmiotów gospodarczych w Polsce. Ponadto Rada brała pod uwagę towarzyszący deflacji stabilny wzrost gospodarczy i wyraźną poprawę sytuacji na rynku pracy. Dodatkowo Rada, dążąc do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie, starała się jednocześnie ograniczyć ryzyko pojawienia się nierównowag makroekonomicznych. W szczególności Rada uwzględniała w swoich decyzjach to, że zbyt niski poziom stóp procentowych – w warunkach relatywnie dobrej koniunktury – mógłby prowadzić do nadmiernego wzrostu akcji kredytowej i cen aktywów.

Poniżej przedstawiono najważniejsze uwarunkowania decyzji Rady w poszczególnych kwartałach 2015 r.

Dane napływające w I kw. 2015 r. wskazywały na utrzymanie się umiarkowanego wzrostu aktywności ekonomicznej na świecie, przy czym stan koniunktury w poszczególnych gospodarkach był zróżnicowany. W strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, dynamika PKB pozostawała niska, a napływające informacje sygnalizowały jedynie powolne ożywienie aktywności w kolejnych kwartałach. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy był wyraźnie wyższy niż w strefie euro, a perspektywy koniunktury były korzystne. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, dynamika PKB – po spowolnieniu w poprzednich kwartałach – była relatywnie niska. Ceny surowców energetycznych na rynkach światowych obniżyły się, zaś ceny surowców rolnych – po spadku w poprzednim roku – utrzymywały się na relatywnie niskim

poziomie. Spadek cen surowców w warunkach umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego na świecie przyczyniał się do obniżenia dynamiki cen w wielu krajach. W szczególności w strefie euro i większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej roczna dynamika cen spadła poniżej zera.

Główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe w pobliżu zera. Europejski Bank Centralny (EBC) istotnie zwiększył skalę skupu aktywów, w szczególności rozszerzając jego zakres o obligacje skarbowe krajów strefy euro. Natomiast Rezerwa Federalna (Fed) wskazywała na możliwość podwyższenia stóp w 2015 r. Dywergencja polityki pieniężnej EBC i Fed przyczyniła się do aprecjacji dolara amerykańskiego względem euro. W tym samym kierunku oddziaływało pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, które przyczyniło się także do zwiększenia presji aprecjacyjnej na kursy innych walut postrzeganych jako bezpieczne, zwłaszcza franka szwajcarskiego. Skłoniło to Szwajcarski Bank Narodowy do rezygnacji z asymetrycznego celu kursowego względem euro i obniżenia stóp procentowych poniżej zera. W konsekwencji uwolnienia kursu franka szwajcarskiego, nastąpiła gwałtowna i silna jego aprecjacja wobec euro i wielu innych walut, w tym złotego.

W Polsce wstępne dane o rachunkach narodowych za 2014 r. sygnalizowały, że dynamika PKB w IV kw. nieznacznie się obniżyła, utrzymując się jednak powyżej 3%. Głównym motorem wzrostu PKB był rosnący popyt krajowy. Dynamika inwestycji w gospodarce pozostawała wysoka, a wzrost popytu konsumpcyjnego – stabilny. Wzrost konsumpcji wspierany był przez rosnące zatrudnienie oraz wzrost akcji kredytowej. Mimo tego, przejściowo zwiększyła się niepewność co do perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce. Czynnikiem niepewności były z jednej strony pogarszające się perspektywy gospodarek rozwijających się, a z drugiej strony przejściowy wzrost zmienności na rynkach finansowych, w tym istotna deprecjacja złotego wobec franka szwajcarskiego zwiększająca poziom zadłużenia gospodarstw domowych posiadających zobowiązania w tej walucie.

Wobec jedynie umiarkowanego tempa wzrostu płac, a także braku presji popytowej w gospodarce, spadek cen surowców na rynkach światowych przyczynił się do pogłębienia deflacji, widocznej zarówno w dynamice cen konsumpcyjnych, jak i cen produkcji sprzedanej. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostawały bardzo niskie. W rezultacie istotnie wydłużył się prognozowany okres utrzymywania się dynamiki cen poniżej celu, na co wskazywała także marcową projekcją NBP.

W świetle tych uwarunkowań, w tym zwłaszcza wydłużającego się oczekiwanego okresu deflacji i wyraźnego wzrostu ryzyka pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie, w marcu 2015 r. Rada zdecydowała się na dokonanie wspomnianej wcześniej obniżki stóp NBP o 0,5 pkt proc. Decydując o skali obniżenia stóp procentowych Rada brała pod uwagę z jednej strony ryzyko związane z wydłużeniem się okresu utrzymywania się dynamiki cen poniżej celu inflacyjnego, a z drugiej ryzyko pojawienia się nierównowag makroekonomicznych, do których mógłby przyczynić się niski poziom stóp procentowych, w tym głównie ryzyko zbyt szybkiego wzrostu akcji kredytowej oraz nadmiernego wzrostu cen aktywów. Wraz z obniżeniem stóp procentowych Rada zasygnalizowała, że w kolejnych kwartałach stopy procentowe NBP pozostaną prawdopodobnie stabilne. Taki sygnał miał ograniczyć niepewność dotyczącą przyszłej polityki pieniężnej.



W II kw. wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostawał umiarkowany, przy czym poprawiły się perspektywy wzrostu PKB w strefie euro, choć pod koniec tego kwartału nasiliły się obawy o wypłacalność Grecji. Jednocześnie dane dotyczące gospodarki amerykańskiej wskazywały na możliwe osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego w tym kraju. Z kolei w większości największych gospodarek wschodzących dynamika aktywności gospodarczej obniżała się. Po silnym i długotrwałym spadku, ceny ropy naftowej na rynkach światowych wzrosły w II kw. 2015 r. Przyczyniło się to do osłabienia tendencji dezinflacyjnych w wielu krajach, w tym do wzrostu dynamiki cen w strefie euro. Mimo to inflacja na świecie była bardzo niska, a w wielu gospodarkach europejskich – ujemna. W tych warunkach główne banki centralne utrzymywały stopy procentowe w pobliżu zera, a EBC kontynuował program skupu aktywów. Jednocześnie – ze względu na pogorszenie perspektyw koniunktury w Stanach Zjednoczonych – odsunął się oczekiwany termin pierwszej podwyżki stóp procentowych przez Fed. W konsekwencji w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro w II kw. wyhamowała aprecjacja dolara względem euro, pomimo wzrostu obaw o sytuację gospodarczą Grecji.

Dane dotyczące gospodarki krajowej wskazywały na pewne przyspieszenie wzrostu PKB w I kw., czemu sprzyjał wzrost dynamiki eksportu wspierany przez poprawę koniunktury w strefie euro. Głównym czynnikiem wzrostu PKB w I kw. pozostał wzrost popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji, postępujący w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy, dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw, wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych oraz wzrostu akcji kredytowej dla sektora prywatnego. Ze względu na wciąż ujemną – choć stopniowo malejącą – lukę popytową, w gospodarce polskiej nie występowała presja popytowa. Równocześnie wobec niskich cen surowców i jedynie umiarkowanej dynamiki płac nominalnych nie było presji kosztowej. W rezultacie roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostawała ujemna, jakkolwiek wraz ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych, szczególnie energetycznych i rolnych, skala deflacji w II kw. stopniowo się zmniejszała. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw pozostawały na bardzo niskim poziomie.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, w tym zmniejszającą się skalę deflacji, przyspieszenie wzrostu PKB w I kw. oraz postępującą poprawę sytuacji na rynku pracy, a także istotne obniżenie stóp procentowych w poprzednich kwartałach, Rada utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie w II kw. 2015 r.

Dane napływające w III i IV kw. wskazywały na utrzymujący się umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie. W strefie euro tempo wzrostu gospodarczego ustabilizowało się po jego pewnym przyspieszeniu w II kw., a w Stanach Zjednoczonych dynamika PKB – pomimo pewnego spowolnienia w II połowie 2015 r. – pozostała wyższa niż w strefie euro. Z kolei dane napływające z Chin sygnalizowały postępujące spowolnienie gospodarcze. Wraz z pogłębieniem się recesji w Rosji i Brazylii spowodowało to nasilenie obaw dotyczących perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących. Wzrost ryzyka silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących przyczynił się do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych i – w efekcie – istotnego spadku cen wielu aktywów, w tym deprecjacji kursów walut tych gospodarek oraz wzrostu rentowności ich obligacji. Znalazło to także odzwierciedlenie w spadku cen aktywów w Polsce oraz deprecjacji złotego. Ponadto na rynkach światowych ponownie i nieoczekiwanie obniżyły się ceny większości surowców, w tym ropy naftowej i surowców rolnych.

Wobec umiarkowanej aktywności gospodarczej na świecie oraz spadających cen surowców, dynamika cen w wielu krajach była nadal bardzo niska w II połowie roku. W Stanach Zjednoczonych i strefie euro była ona zbliżona do zera. W tych warunkach EBC kontynuował program skupu aktywów sygnalizując możliwość dalszego poluzowania polityki pieniężnej. Natomiast Fed sygnalizował możliwość podwyższenia stóp procentowych ze względu na postępującą poprawę sytuacji na rynku pracy, co ostatecznie nastąpiło w grudniu. Z kolei Bank Chin zdevaluował juana, co wraz z podwyższeniem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych dodatkowo oddziaływało w kierunku osłabienia walut niektórych gospodarek wschodzących.

W Polsce, utrzymywał się stabilny wzrost gospodarczy, a dane dotyczące IV kw. wskazywały na możliwość przyspieszenia dynamiki PKB. Głównym motorem wzrostu gospodarczego był nadal popyt konsumpcyjny, wspierany przez dobrą sytuację na rynku pracy, poprawę nastrojów konsumenckich oraz przyrost kredytu dla gospodarstw domowych. Do wzrostu PKB przyczyniał się także utrzymujący się – choć niższy niż w I połowie roku – wzrost inwestycji. Rosnącym nakładom inwestycyjnym firm sprzyjała dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych. Jednocześnie skłonność firm do inwestowania była ograniczana przez niepewność dotyczącą perspektyw koniunktury za granicą. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB wyraźnie się obniżył, do czego przyczyniło się spowolnienie wzrostu w gospodarkach wschodzących.

Ze względu na wciąż ujemną – choć stopniowo malejącą – lukę popytową, w gospodarce polskiej nie występowała presja popytowa. Równocześnie ponowny spadek cen surowców na rynkach światowych i umiarkowana dynamika płac nominalnych ograniczały presję kosztową, co znajdowało odzwierciedlenie w nadal ujemnej dynamice cen produkcji sprzedanej. W rezultacie roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostawała ujemna, choć skala deflacji była niższa niż w poprzednich kwartałach. Oczekiwania inflacyjne kształtowały się natomiast na stabilnym, choć wciąż bardzo niskim, poziomie.

W III i IV kw. Rada oceniała, że utrzymywanie się stabilnego wzrostu gospodarczego w Polsce wspieranego przez postępującą poprawę sytuacji na rynku pracy oraz wzrost aktywności w strefie euro będzie oddziaływać w kierunku stopniowego wzrostu dynamiki cen w średnim okresie. Jednocześnie źródłem niepewności dotyczącej kształtowania się cen pozostawało ryzyko silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących i wpływ tego spowolnienia na światową koniunkturę, a także dalszy spadek cen surowców i utrzymywanie się niskiej inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki. Wobec takich uwarunkowań w II połowie 2015 r. Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, uznając że – mimo przedłużającej się deflacji – postępująca poprawa na rynku pracy oraz stabilny wzrost gospodarczy ograniczały ryzyko pojawienia się negatywnych skutków odchylania się dynamiki cen od celu inflacyjnego. Jednocześnie w opinii Rady ustalona wysokość stóp procentowych ograniczała ryzyko dla stabilności cen w dłuższym okresie i przeciwdziałała pojawieniu się nierównowag makroekonomicznych. W szczególności taki poziom stóp procentowych ograniczał ryzyko nadmiernego wzrostu akcji kredytowej i cen aktywów.

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii celu inflacyjnego była w 2015 r. – podobnie jak w poprzednich latach – komunikacja z otoczeniem, polegająca na przedstawianiu

---

## 2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2015 r.

---

przez Radę informacji o podejmowanych decyzjach wraz z oceną przebiegu procesów gospodarczych wpływającą na te decyzje. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2015 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*<sup>1</sup>, *Raporty o inflacji*, a także publikowane raz w roku: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2014* i *Założenia polityki pieniężnej na rok 2016*.

---

<sup>1</sup> W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* stanowiących Załącznik 6 niniejszego Sprawozdania znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które wpływały na decyzje podejmowane przez Radę w 2015 r.

### 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2015 r.

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej w 2015 r. były stopy procentowe NBP. Stopa referencyjna określała rentowność operacji otwartego rynku. Stopy depozytowa oraz lombardowa wyznaczały poziomy oprocentowania odpowiednich operacji depozytowo-kredytowych.

Zestaw instrumentów stosowanych przez NBP w 2015 r. był dostosowany do realizowanej strategii polityki pieniężnej, a także do utrzymującej się w krajowym sektorze bankowym trwałej nadwyżki płynności.

#### **Płynność sektora bankowego w 2015 r.**

W 2015 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach nadpłynności<sup>2</sup> sektora bankowego. Jej średni poziom w roku wyniósł 89.592 mln zł<sup>3</sup> i był niższy w porównaniu do 2014 r. o 19.224 mln zł, tj. o 17,7%.

W trakcie 2015 r. poziom nadpłynności sektora bankowego ulegał wahaniom. Przez pierwszych osiem miesięcy roku występowała tendencja spadkowa tej pozycji. W okresie tym skala nadpłynności w ujęciu średnim w miesiącu uległa obniżeniu ze 102.024 mln zł w styczniu do 80.944 mln zł w sierpniu. W ciągu następujących trzech miesięcy odnotowano wzrost poziomu nadpłynności, co związane było ze zwiększeniem w tym okresie skali dokonywanego przez NBP skupu walut obcych ze środków pochodzących od Ministerstwa Finansów. W listopadzie nadpłynność ukształtowała się na poziomie 89.566 mln zł, podczas gdy w grudniu wyniosła 87.664 mln zł. W efekcie jej średnia wartość w grudniu 2015 r. była o 11.554 mln zł (tj. o 11,6%) niższa niż w grudniu 2014 r.

Największy wpływ na poziom płynności sektora bankowego w 2015 r. miał przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu. Oddziaływanie wskazanego czynnika przyczyniło się do spadku płynności sektora bankowego w ciągu roku o 21.985 mln zł (w ujęciu średnim grudzień 2015 r. do grudnia 2014 r.). W kierunku ograniczenia poziomu płynności sektora bankowego oddziaływał również w 2015 r. wzrost wysokości rezerwy obowiązkowej – średnio o 2.853 mln zł w ujęciu grudzień 2015 r. do grudnia 2014 r.

Wśród czynników zwiększających skalę płynności sektora bankowego w 2015 r. najważniejsze znaczenie miały przeprowadzane przez NBP transakcje walutowe związane ze skupem walut obcych z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów. Przewaga skupu walut obcych nad ich sprzedażą przez NBP w 2015 r. spowodowała wzrost płynności sektora bankowego o 13.941 mln zł.

#### **Stopy procentowe NBP**

Najważniejsze znaczenie dla realizacji polityki pieniężnej w 2015 r. miała stopa referencyjna NBP. Zmiany jej wysokości wyznaczały kierunek prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej. Stopa ta

<sup>2</sup>Nadpłynność sektora bankowego jest to nadwyżka środków pozostająca w sektorze bankowym ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej. Miarą nadpłynności jest saldo przeprowadzanych przez NBP operacji otwartego rynku oraz operacji depozytowo-kredytowych.

<sup>3</sup>W okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

określała rentowność operacji otwartego rynku, które stanowiły podstawowe narzędzie wykorzystywane przez NBP do oddziaływania na poziom oprocentowania krótkoterminowych instrumentów rynku pieniężnego.

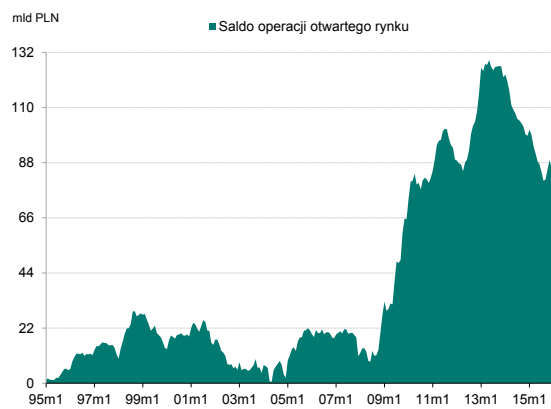
Stopa depozytowa oraz stopa lombardowa NBP wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych overnight na rynku międzybankowym.

### Operacje otwartego rynku

W 2015 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej było dążenie do kształtowania stawki POLONIA<sup>4</sup> w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Zasadnicze znaczenie w realizacji wskazanego zadania miały operacje otwartego rynku (podstawowe oraz dostrajające), przeprowadzane z inicjatywy banku centralnego.

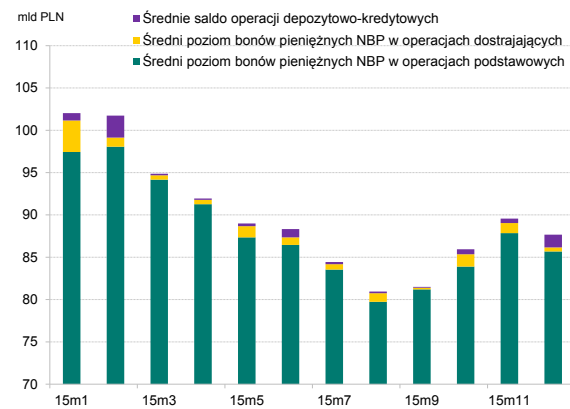
Za pomocą podstawowych operacji otwartego rynku NBP wpływał na skalę płynności sektora bankowego, dążąc do zapewniania bankom odpowiednich warunków do bilansowania własnych pozycji płynnościowych w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Jednocześnie rentowności poszczególnych operacji, równe obowiązującemu w dniu ich przeprowadzania poziomowi stopy referencyjnej NBP, bezpośrednio oddziaływały na cenę pieniądza kwotowaną na rynku międzybankowym (w tym na reprezentującą ją stawkę POLONIA).

**Wykres 1** Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995-2015



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2** Instrumenty absorbujące nadpłynność w poszczególnych miesiącach w 2015 r.



Źródło: Dane NBP.

Operacje podstawowe stosowane były w 2015 r. regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP o 7-dniowym terminie zapadalności i rentowności równej stopie referencyjnej NBP. Stanowiły one główne narzędzie służące sterylizacji nadpłynności jaka utrzymywała się w sektorze bankowym. W 2015 r. średni w miesiącu poziom bonów pieniężnych NBP, wyemitowanych w ramach operacji podstawowych, wyniósł 87.984 mln zł i był niższy w porównaniu z 2014 r. o 19.296 mln zł.

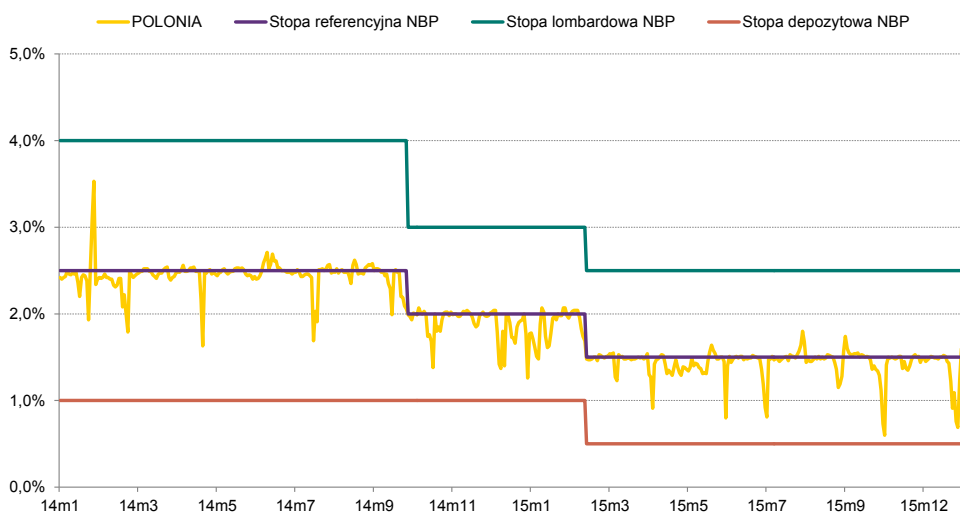
<sup>4</sup> Stawka POLONIA (ang. Polish Overnight Index Average) – średnia stawka overnight ważona wielkością transakcji na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17.00.

## 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2015 r.

Poza operacjami podstawowymi, w 2015 r. NBP przeprowadzał również dostrajające operacje otwartego rynku, które pełniły rolę uzupełniającą w zakresie realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Przesłanką dla stosowania operacji dostrajających było, podobnie jak w przypadku operacji podstawowych, dążenie NBP do zapewnienia bankom odpowiednich warunków do bilansowania własnych pozycji płynnościowych. Rentowności operacji dostrajających były równe poziomowi stopy referencyjnej NBP z dnia przeprowadzenia odpowiedniej operacji.

Operacje dostrajające oferowane były w 2015 r. regularnie w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej (przeprowadzono łącznie 12 operacji tego typu). Ponadto w styczniu 2015 r. NBP przeprowadził 2 operacje dostrajające w trakcie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Dla porównania, w 2014 r. przeprowadzono 7 takich operacji (tj. z wyłączeniem stosowanych w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej), w 2013 r. – 13, w 2012 r. – 11, a w 2011 r. – 20. Wszystkie operacje dostrajające przeprowadzone w 2015 r. miały formę emisji bonów pieniężnych NBP. Ich średni w miesiącu poziom wyniósł 1.108 mln zł i był niższy niż odnotowany w 2014 r. o 130 mln zł.

**Wykres 3** Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w latach 2014-2015



Źródło: Dane NBP.

Wykorzystywany przez NBP sposób zarządzania płynnością sektora bankowego za pomocą operacji otwartego rynku oraz możliwość wykorzystywania systemu rezerwy obowiązkowej stwarzały bankom warunki do skutecznego bilansowania własnych pozycji płynnościowych w perspektywie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W efekcie w ograniczonym zakresie wykorzystywane były przez banki operacje depozytowo-kredytowe (zwłaszcza depozyt na koniec dnia), oferowane przez NBP. Odzwierciedleniem powyższych uwarunkowań była wysoka efektywność banku centralnego w zakresie realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej w 2015 r., której odzwierciedleniem było kształtowanie stawki POLONIA na poziomach zbliżonych do wysokości stopy referencyjnej NBP. Średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

w 2015 r. wyniosło 12 pb.<sup>5</sup> W poprzednich latach analogiczny parametr ukształtował się na następujących poziomach: w 2014 r. – 11 pb, w 2013 r. – 18 pb, w 2012 r. – 21 pb, a w 2011 r. – 43 pb. Należy jednocześnie podkreślić, iż wartości odchylenia stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP odnotowane w latach 2014-2015 były najniższymi w okresie, w którym indeks ten wykorzystywany był przez NBP przy określaniu celu operacyjnego polityki (od 2008 r.). Dla porównania w trakcie pierwszych 9 miesięcy 2008 r. (tj. przed upadkiem banku inwestycyjnego Lehman Brothers) wspomniane odchylenie ukształtowało się na poziomie 19 pb.

### **Rezerwa obowiązkowa**

System rezerwy obowiązkowej sprzyjał stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Wynika to z jego uśrednionego charakteru, który stwarza 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. Jednocześnie obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ograniczał skalę operacji otwartego rynku NBP, konieczną do sterylizacji nadpłynności utrzymującej się w 2015 r. w sektorze bankowym.

Rezerwa obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych. Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2015 r. wynosiła 3,5% od wszystkich zobowiązań, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu transakcji repo i sell-buy-back, w przypadku których analogiczny parametr wynosił 0,0%.

Na dzień 31 grudnia 2015 r. wysokość rezerwy obowiązkowej ukształtowała się na poziomie 37.115 mln zł, w tym rezerwa obowiązkowa banków komercyjnych – 34.601 mln zł, bankach spółdzielczych – 2.175 mln zł, natomiast spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Kasy Krajowej – 339 mln zł. Oznacza to, iż jej poziom był wyższy w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2014 r. o 2.419 mln zł, tj. o 7,0%. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia poziomu rezerwy obowiązkowej w 2015 r. był przyrost depozytów w sektorze bankowym, od których naliczana była rezerwa obowiązkowa.

Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej wynosiło w 2015 r. 0,9 stopy referencyjnej NBP. Oznacza to, iż przeciętnie w trakcie roku ukształtowało się ono na poziomie 1,43% wobec 2,32% w 2014 r.

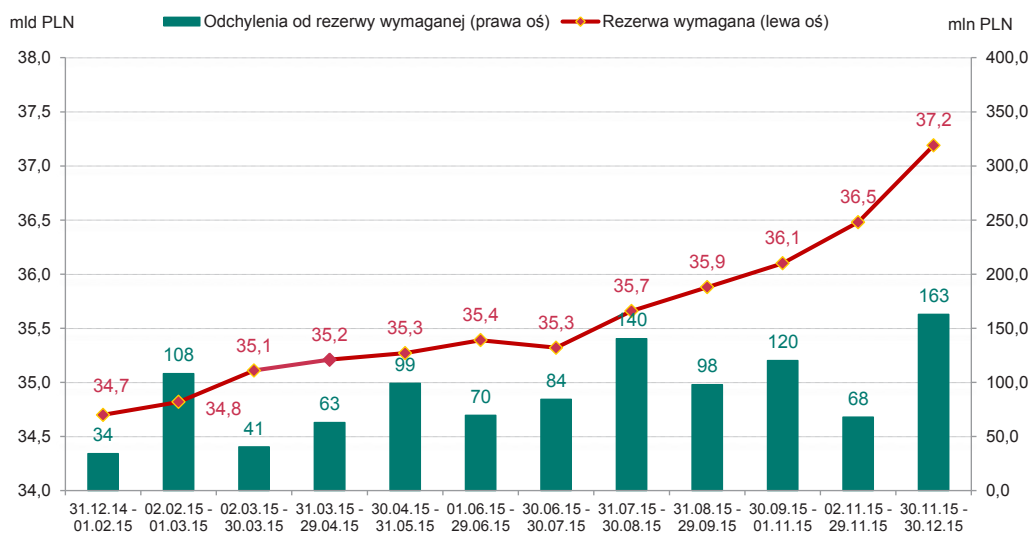
W 2015 r. we wszystkich okresach rezerwowych odnotowana została stosunkowo niska nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów w porównaniu do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej. Osiągnęła ona minimalną wartość w styczniu (34,0 mln zł), a maksymalną – w grudniu (163,0 mln zł). Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów rezerwy w 2015 r. wyniosła 90,7 mln zł i stanowiła 0,25% średniego poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej.

---

<sup>5</sup> Przytoczony wskaźnik obliczono jako średnie dzienne absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP (uśredniony moduł różnicy) przeliczone według bazy 365 dni.

## 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2015 r.

Wykres 4 Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2015 r.



Źródło: Dane NBP.

W 2015 r. odnotowano 8 przypadków nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej, w tym 2 przypadki nieutrzymania przez banki komercyjne, 3 przez banki spółdzielcze oraz 3 przez spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe.

### Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe (depozyt na koniec dnia i kredyt lombardowy) pełniły rolę instrumentów stabilizujących poziom płynności na rynku międzybankowym oraz kształtowanie kwotowanych na nim stóp overnight (w szczególności stawki POLONIA). Operacje te przeprowadzane były z inicjatywy banków. Głównym celem oferowania ich przez NBP było zapewnienie sektorowi bankowemu możliwości uzupełnienia płynności na okresy 1-dniowe bądź też ulokowania na ten sam okres nadwyżek wolnych środków w NBP.

Stopa oprocentowania kredytu lombardowego, wyznaczająca maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP, określała górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym. Z kolei stopa depozytowa stanowiła ograniczenie korytarza ich odchyień od dołu.

W 2015 r., podobnie jak w latach poprzednich, banki sporadycznie korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 10,9 mln zł i była 4,5-krotnie niższa od kwoty w 2014 r. (48,7 mln zł). Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego ukształtowało się na poziomie 29,9 tys. zł (przy 133,3 tys. zł w 2014 r.).

W 2015 r. banki złożyły depozyty na koniec dnia w NBP ogółem w kwocie 182,6 mld zł (liczone za dni ich utrzymywania) i były one o 67,7% wyższe w stosunku do depozytów złożonych w roku poprzednim. Łączna wysokość depozytów składanych na koniec dnia przez banki wahała się od 1,0 mln zł do 9,9 mld zł. Średni dzienny poziom depozytów na koniec dnia wyniósł 500 mln zł wobec 298 mln zł w 2014 r. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.



Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

### **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 2015 r. NBP 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 2015 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

## Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki

W 2015 r. wzrost gospodarczy na świecie pozostał umiarkowany, przy dużym zróżnicowaniu koniunktury pomiędzy poszczególnymi gospodarkami. W strefie euro trwało ożywienie gospodarcze, choć wzrost PKB pozostawał na relatywnie niskim poziomie. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy był wyższy niż w strefie euro, ale jego tempo obniżyło się w II połowie roku. W gospodarkach wschodzących będących ważnymi partnerami handlowymi Polski – tj. w Rosji i na Ukrainie – koniunktura w 2015 r. wyraźnie się pogorszyła. Jednocześnie na rynkach światowych nastąpił znaczący spadek cen surowców. Relatywnie niski wzrost gospodarczy na świecie oraz spadki cen większości surowców energetycznych sprzyjały utrzymywaniu się bardzo niskiej dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym deflacji w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

W strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, wzrost PKB w 2015 r. przyspieszył w porównaniu do 2014 r., pozostając jednak na relatywnie niskim poziomie (Wykres 5). Ożywienie w tym obszarze walutowym było wspierane przez przyspieszenie popytu konsumpcyjnego w warunkach poprawy nastrojów konsumentów, związanej w dużej mierze z lepszą sytuacją na rynku pracy i wzrostem realnych dochodów do dyspozycji. Do wzrostu aktywności gospodarczej w strefie euro przyczyniało się również zwiększenie inwestycji, a także wzrost wydatków sektora finansów publicznych. Sprzyjały temu zwiększona dostępność kredytów oraz obniżenie rentowności obligacji skarbowych związane z silnie ekspansywną polityką pieniężną EBC, w tym prowadzonym od I kw. 2015 r. skupem obligacji skarbowych państw strefy euro. Luzowanie ilościowe EBC sprzyjało również deprecjacji euro wobec innych walut, w tym dolara, która wspierała wzrost eksportu. Mimo to aktywność w strefie euro rosła nadal istotnie wolniej niż w Stanach Zjednoczonych, co można wiązać z problemami strukturalnymi, w tym wciąż wysokim poziomem zadłużenia publicznego i prywatnego, w części krajów tego obszaru walutowego. Ponadto wzrost eksportu ze strefy euro był ograniczany, zwłaszcza w II połowie roku, przez osłabienie dynamiki popytu w największych gospodarkach wschodzących.

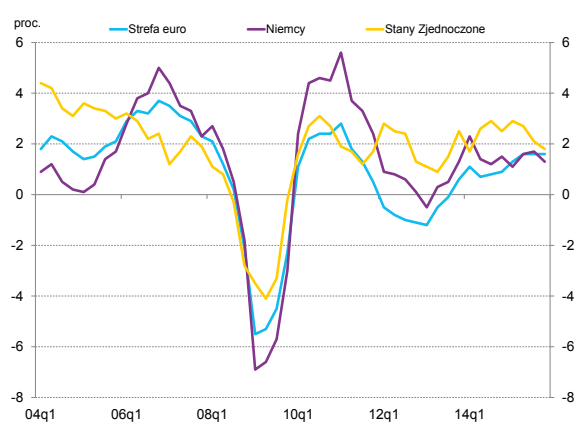
W Stanach Zjednoczonych sytuacja gospodarcza i ocena jej perspektyw zmieniała się w 2015 r. (Wykres 5). W I połowie roku napływające dane i prognozy wskazywały na kontynuację ożywienia gospodarczego. Głównymi czynnikami wzrostu PKB pozostawały poprawa sytuacji na rynku pracy oraz utrzymujący się wzrost cen nieruchomości, który sprzyjał wzrostowi wydatków gospodarstw domowych. W II połowie ub.r. wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych osłabił się, przede wszystkim ze względu na obniżenie się dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, co było związane częściowo ze spadkiem aktywności w sektorze wydobywczym. Ponadto do spowolnienia wzrostu gospodarczego przyczyniło się pogorszenie koniunktury w przemyśle, zwłaszcza eksportowym, występujące w warunkach istotnego umocnienia dolara.

W gospodarkach wschodzących istotnych z punktu widzenia koniunktury w Polsce – tj. w Rosji, Chinach i na Ukrainie – sytuacja gospodarcza w ub.r. pogorszyła się (Wykres 6). Ukraina pozostała w kryzysie gospodarczym, a w Rosji wystąpiła recesja wywołana przede wszystkim przez silny spadek cen surowców, a także sankcje gospodarcze wprowadzone m.in. przez wiele państw europejskich. Z kolei w Chinach wzrost PKB stopniowo się obniżał i osiągnął w 2015 r. najniższy

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

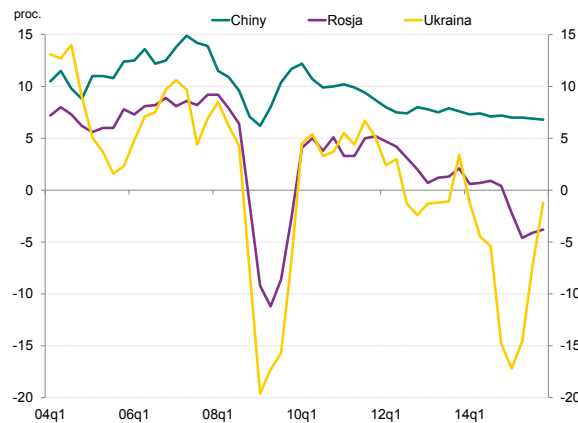
poziom od 25 lat, choć pozostawał znacznie wyższy niż w wielu gospodarkach. Główną przyczyną spowolnienia w tym kraju było osłabienie wzrostu inwestycji, zwłaszcza na rynku nieruchomości, oraz obniżenie się dynamiki popytu ze strony części ważnych partnerów handlowych, w tym innych gospodarek wschodzących. Osłabienie wzrostu gospodarczego w Chinach – wraz ze wzrostem obaw dotyczących perspektyw tej gospodarki – przyczyniło się do gwałtownego spadku cen na tamtejszym rynku akcji od połowy 2015 r., który dodatkowo pogarszał koniunkturę w tym kraju i nastroje na światowych rynkach finansowych.

**Wykres 5** Wzrost PKB w największych gospodarkach rozwiniętych (t/r) w latach 2004-2015



Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat.

**Wykres 6** Wzrost PKB w wybranych gospodarkach wschodzących (t/r) w latach 2004-2015

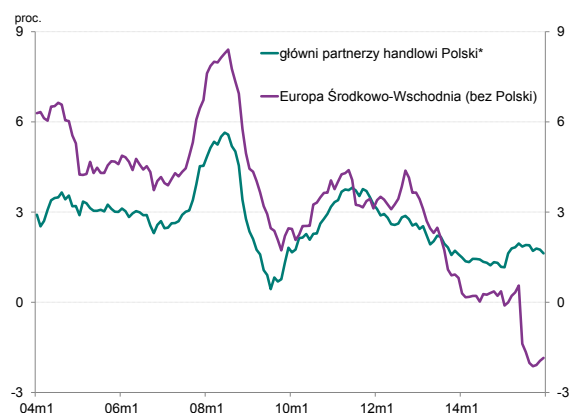


Źródło: Dane Bloomberg.

Dynamika cen w wielu gospodarkach była bardzo niska, do czego przyczynił się umiarkowany wzrost gospodarczy na świecie oraz spadające ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej (Wykres 7, Wykres 8). Spadkom cen ropy sprzyjało wysokie wydobycie tego surowca m.in. w Stanach Zjednoczonych, Arabii Saudyjskiej i Rosji, a także słabsza dynamika popytu z gospodarek rozwijających się, w tym Chin. W 2015 r. istotnie obniżyły się również ceny metali przemysłowych, a także ceny surowców rolnych<sup>6</sup>. W części gospodarek rozwijających się, będących eksporterami surowców, w tym w Rosji i Brazylii, w 2015 r. silnie wzrosła inflacja. Wzrost dynamiki cen w tych krajach wynikał w dużym stopniu z wyraźnego osłabienia ich walut, związanego głównie ze spadkiem cen surowców na światowych rynkach. Niskie ceny surowców oddziaływały natomiast w kierunku obniżenia inflacji w pozostałych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach.

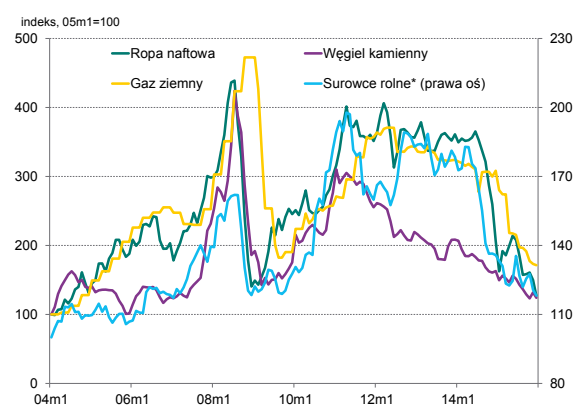
<sup>6</sup> Od grudnia 2014 r. do grudnia 2015 r. ceny ropy spadły o 38,5%, ceny węgla o 23,8%, ceny gazu o 44,4%, ceny surowców rolnych o 13%, a ceny metali przemysłowych o 26,3%.

## Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki

**Wykres 7** Inflacja w otoczeniu gospodarczym Polski w latach 2004-2015

Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

\* Średnia inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych u głównych partnerów handlowych Polski, tj. w krajach, z których pochodzi 80% importu Polski (strefa euro, Chiny, Rosja, Czechy, Wielka Brytania i Szwecja), ważona udziałem tych krajów w imporcie Polski w 2015 r.

**Wykres 8** Ceny surowców na rynkach światowych w latach 2004-2015

Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

\* W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag wykorzystany w ICSR odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

Wobec powyższych uwarunkowań w 2015 r. polityka pieniężna głównych banków centralnych była nadal silnie ekspansywna, choć w zróżnicowanym stopniu. Fed sygnalizował możliwość podniesienia stóp procentowych, jakkolwiek oczekiwania rynkowe dotyczące terminu pierwszej podwyżki stóp podlegały istotnym zmianom w ciągu roku. Ostatecznie Fed podwyższył stopy procentowe w grudniu 2015 r. EBC rozpoczął natomiast skup obligacji skarbowych, a w IV kw. rozszerzył program skupu aktywów oraz obniżył stopę depozytową do bardziej ujemnego poziomu (Wykres 9)<sup>7</sup>. Z kolei Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) w I kw. ub.r. nieoczekiwanie zrezygnował z asymetrycznego celu kursowego wobec euro, co doprowadziło do gwałtownej aprecjacji franka wobec większości walut, w tym złotego<sup>8</sup>.

W 2015 r. na międzynarodowych rynkach finansowych miały miejsce silne wahania nastrojów, a przez to również cen aktywów finansowych. W strefie euro w I kw. ub.r. ceny akcji i obligacji rosły w związku z decyzją EBC o rozpoczęciu programu skupu aktywów, która również przyczyniła się do osłabienia kursu euro do dolara w tym okresie (Wykres 10). Następnie w II kw. 2015 r. ceny akcji i obligacji w strefie euro zaczęły spadać ze względu na nasilenie obaw o niewypłacalność Grecji. W II połowie roku nastąpiło pogorszenie nastrojów na większości rynków finansowych. Było to związane z zapowiedziami zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed oraz zwiększeniem się obaw dotyczących sytuacji gospodarczej w Chinach. Negatywnie na nastroje oddziaływało także pogorszenie perspektyw gospodarek eksportujących surowce oraz sygnały osłabienia wzrostu w Stanach Zjednoczonych. Zwiększone obawy inwestorów znalazły odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji skarbowych gospodarek rozwijających się oraz spadku indeksów giełdowych na świecie,

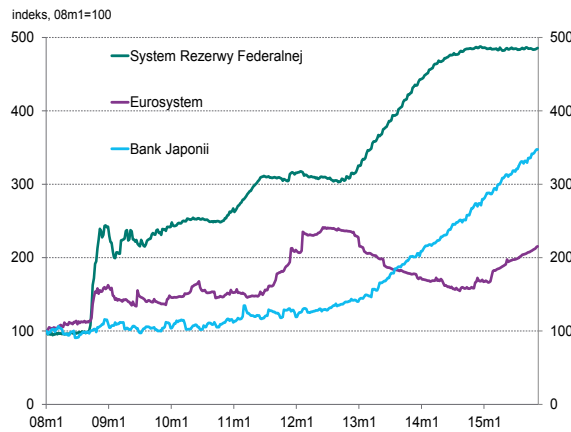
<sup>7</sup> W IV kw. 2014 r. EBC rozpoczął program skupu aktywów finansowych. W I kw. 2015 r. EBC rozszerzył ten program o nabywanie obligacji skarbowych i zapowiedział prowadzenie skupu aktywów przynajmniej do września 2016 r. W IV kw. ub.r. program został rozszerzony o skupowanie obligacji komunalnych, a także przedłużony do końca I kw. 2017 r. Ponadto w II kw. 2014 r. EBC po raz pierwszy w historii obniżył stopę depozytową poniżej zera (do -0,10%), a następnie obniżył ją w III kw. 2014 r. (do -0,20%) i w IV kw. 2015 r. (do -0,30%).

<sup>8</sup> SNB obniżył jednocześnie stopy procentowe, przez co średnia stopa LIBOR CHF 3M spadła z 0% w IV kw. 2014 r. do -0,71% w I kw. 2015 r.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

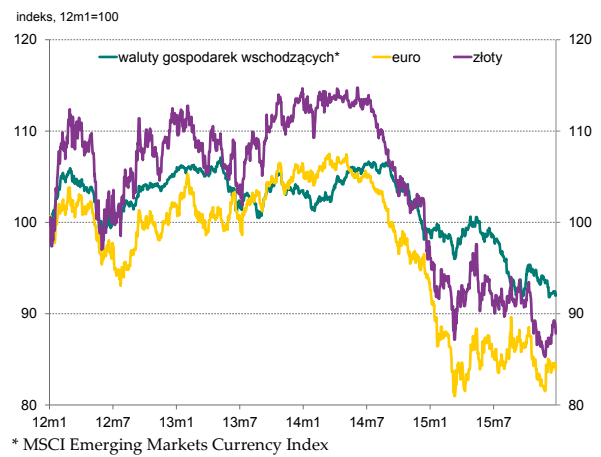
przede wszystkim na rynkach wschodzących. Ponadto istotnie osłabiły się waluty większości gospodarek rozwijających się (Wykres 10).

**Wykres 9** Sumy bilansowe głównych banków centralnych w latach 2008-2015 (styczeń 2008 r. = 100)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

**Wykres 10** Kursy wybranych walut w relacji do dolara (indeks, styczeń 2012 r.=100, wzrost oznacza aprecjację danej waluty)

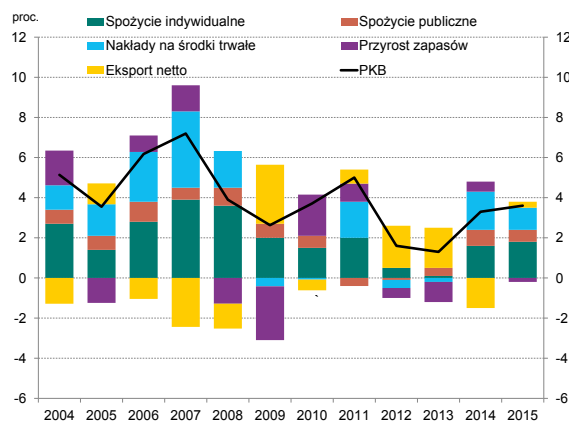


Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

## Załącznik 2. PKB i popyt krajowy<sup>9</sup>

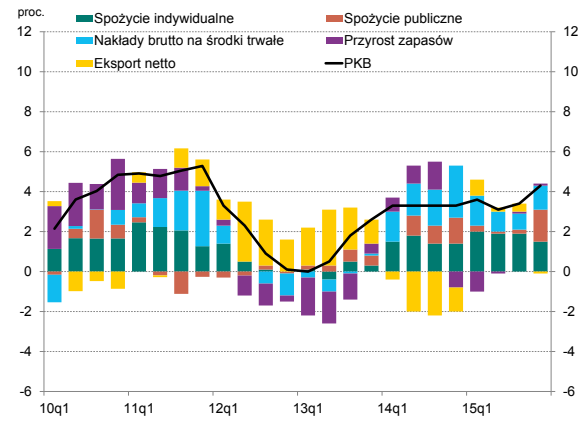
Wzrost PKB w 2015 r. wyniósł 3,6% (wobec 3,3% w 2014 r.; Wykres 11). Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był – podobnie jak w poprzednim roku – popyt wewnętrzny, w tym przede wszystkim popyt konsumpcyjny. Dodatni wkład do wzrostu PKB miał także eksport netto.

**Wykres 11** Wzrost PKB wraz z jego strukturą w latach 2004-2015 (dane roczne)



Źródło: Dane GUS.

**Wykres 12** Wzrost PKB wraz z jego strukturą w latach 2010-2015 (dane kwartalne)



Źródło: Dane GUS.

Tempo wzrostu gospodarczego było stabilne, choć nieznacznie się wahało w ciągu roku – po przyspieszeniu w I kw. nieco się obniżyło w II kw., po czym rosło w III i IV kw. (Wykres 12). Poniżej omówiono kształtowanie się głównych składników popytu zagregowanego (por. Tabela 1).

W 2015 r. wzrost spożycia indywidualnego przyspieszył wobec 2014 r. Do zwiększenia konsumpcji przyczynił się wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych będący efektem poprawy na rynku pracy, w tym wzrostu zatrudnienia i przyspieszenia realnych płac. W kierunku wzrostu spożycia indywidualnego oddziaływał też wzrost kredytów dla gospodarstw domowych oraz poprawa nastrojów konsumentów.

W 2015 r. nadal rosły nakłady brutto na środki trwałe, choć ich dynamika była niższa niż w 2014 r. Głównym źródłem wzrostu nakładów brutto na środki trwałe były – podobnie jak w latach ubiegłych – wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw. Do wzrostu inwestycji przedsiębiorstw przyczyniały się oczekiwania firm dotyczące wzrostu popytu na ich produkty oraz wysoki stopień wykorzystania ich zdolności produkcyjnych. Jednocześnie rosnącej aktywności inwestycyjnej firm sprzyjała ich korzystna sytuacja finansowa, umożliwiającą finansowanie projektów ze środków własnych, wysoka dostępność kredytów inwestycyjnych i niższe niż w poprzednich latach ich oprocentowanie. Dodatni wkład do wzrostu inwestycji w gospodarce miały także inwestycje mieszkaniowe, których dynamika była wyższa niż w poprzednim roku. Do ożywienia w tej kategorii inwestycji przyczynił się systematyczny wzrost zatrudnienia i realnych wynagrodzeń oraz rozszerzenie od września 2015 r.

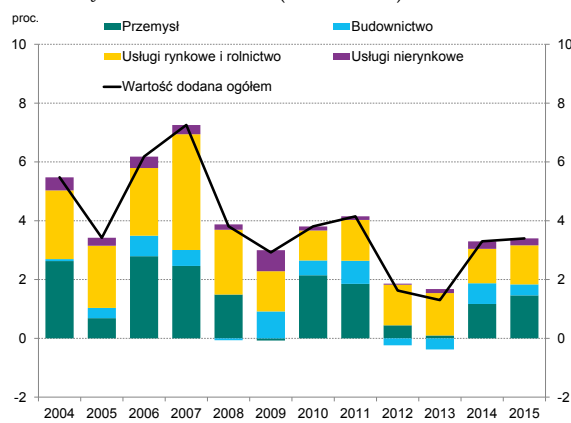
<sup>9</sup>Prezentowane w Załączniku 2 dane o rachunkach narodowych są zgodne z metodyką ESA 2010.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

rządowego programu „Mieszkanie dla Młodych”<sup>10</sup>. Jednocześnie wzrost inwestycji w gospodarce był obniżany przez malejącą dynamikę inwestycji sektora finansów publicznych, ze względu na mniejsze wydatki inwestycyjne samorządów finansowane środkami UE.

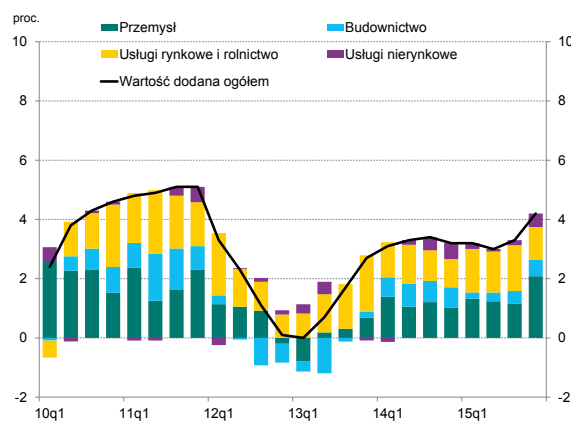
W 2015 r. eksport netto wniósł niewielki dodatni wkład do wzrostu PKB, co wynikało z nieco wyższej dynamiki eksportu niż importu. Wzrostowi eksportu sprzyjało ożywienie gospodarcze w strefie euro, w tym w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. W tym samym kierunku oddziaływało osłabienie realnego kursu złotego, które wspierało konkurencyjność cenową polskich towarów eksportowych. Do spadku dynamiki importu przyczyniło się spowolnienie dynamiki akumulacji, a więc składnika popytu o wysokiej importochłonności.

**Wykres 13** Wzrost wartości dodanej brutto wraz z jego strukturą w latach 2004-2015 (dane roczne)



Źródło: Dane GUS.

**Wykres 14.** Wzrost wartości dodanej brutto wraz z jego strukturą w latach 2010-2015 (dane kwartalne)



Źródło: Dane GUS.

Dynamika wartości dodanej brutto nieznacznie wzrosła w 2015 r., osiągając poziom 3,4% r/r (wobec 3,3% r/r w 2014 r.; Wykres 13). Dekompozycja sektorowa PKB wskazuje, że głównym źródłem wzrostu wartości dodanej brutto był sektor przemysłowy oraz sektor usług.

<sup>10</sup> We wrześniu 2015 r. weszła w życie ustawa o zmianie ustawy o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi, której efektem było m.in. rozszerzenie zakresu programu „Mieszkanie dla Młodych” o rynek wtórny mieszkań oraz zwiększenie dofinansowania do wkładu własnego w ramach tego programu.

## Załącznik 2. PKB i popyt krajowy

Tabela 1 PKB i popyt krajowy w latach 2009-2015											
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2015			
Roczna dynamika PKB i jego składowych w cenach stałych (w proc.)								Q1	Q2	Q3	Q4
<b>PKB</b>	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,6	3,1	3,4	4,3
<b>Popyt krajowy</b>	-0,3	4,2	4,2	-0,5	-0,7	4,9	3,4	2,9	3,0	3,0	4,5
<b>Spożycie</b>	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	2,9	3,1	2,8	2,5	2,6	4,5
<b>Spożycie indywidualne</b>	3,3	2,5	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0
<b>Akumulacja</b>	-12,7	9,7	12,8	-3,9	-5,8	12,8	4,5	3,4	4,9	4,8	4,5
<b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	5,8	11,8	5,8	4,4	4,4
<b>Eksport</b>	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	6,8	8,3	5,2	5,6	8,2
<b>Import</b>	-12,4	14,0	5,5	-0,3	1,7	10,0	6,3	6,9	5,0	4,9	8,6
<b>Udział eksportu netto we wzroście PKB w pkt proc.</b>	2,9	-0,5	0,9	2,1	2,0	-1,5	0,3	0,8	0,2	0,4	-0,1
Struktura PKB w cenach bieżących (w proc.)											
<b>PKB</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	-			
<b>Popyt krajowy</b>	100,8	101,8	101,8	100,5	98,1	98,7	97,2	-			
<b>Spożycie</b>	80,5	80,8	79,5	79,5	79,1	78,3	76,7	-			
<b>Spożycie indywidualne</b>	60,8	60,6	60,5	60,7	60,0	59,2	57,9	-			
<b>Akumulacja</b>	20,2	21,0	22,2	21,0	19,0	20,4	20,5	-			
<b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>	21,1	19,8	20,3	19,8	18,8	19,7	20,1	-			
<b>Eksport</b>	37,6	40,5	43,1	44,4	46,3	47,5	49,4	-			
<b>Import</b>	38,3	42,3	44,9	44,9	44,4	46,2	46,6	-			
<b>Eksport netto</b>	-0,8	-1,8	-1,8	-0,5	1,9	1,3	2,8	-			

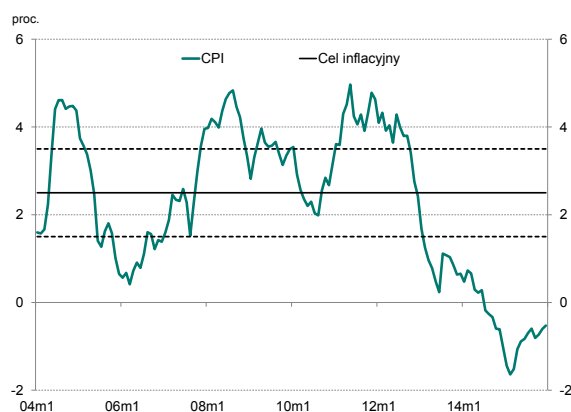
Źródło: Dane GUS.



## Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

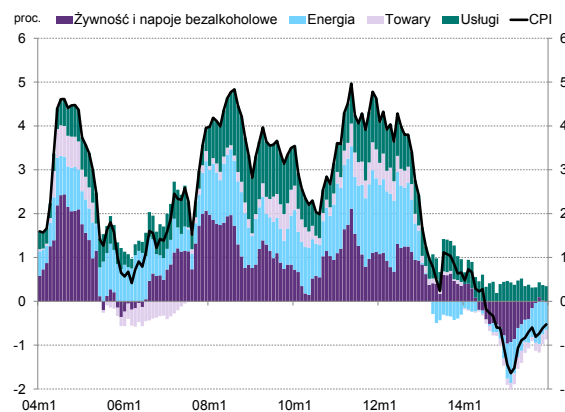
Średnioroczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2015 r. wyniosła -0,9%, kształtując się poniżej celu NBP określonego na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 15). Dynamika cen była niższa niż w 2014 r. oraz niższa od prognoz formułowanych w latach 2014-2015. Do spadku cen w 2015 r. przyczyniły się głównie czynniki zewnętrzne – w szczególności silny i nieoczekiwany spadek cen surowców na rynkach światowych oraz niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki – a także brak presji popytowej i kosztowej w krajowej gospodarce. Jednocześnie skala deflacji zmniejszała się w ciągu 2015 r., do czego przyczynił się przede wszystkim wzrost dynamiki cen żywności w kolejnych kwartałach ub.r.

**Wykres 15** Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego w latach 2004-2015



Źródło: Dane GUS.

**Wykres 16** Roczne tempo zmian cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii cen do dynamiki CPI w latach 2004-2015



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Do wystąpienia deflacji w 2015 r. w Polsce przyczynił się głównie spadek światowych cen surowców, w szczególności energetycznych (Wykres 16)<sup>11</sup>. Przede wszystkim silnie obniżyły się ceny ropy naftowej, której światowa produkcja nadal szybko rosła przy jedynie umiarkowanej dynamice popytu na ten surowiec w warunkach osłabienia bieżącego i prognozowanego wzrostu gospodarczego na świecie (por. Załącznik 1 *Otoczenie gospodarcze Polski*). Spadek cen ropy doprowadził do obniżenia krajowych cen paliw do prywatnych środków transportu, a także regulowanych administracyjnie opłat za gaz. Jednocześnie spadek cen surowców znalazł odzwierciedlenie w dalszej deflacji cen produkcji sprzedanej przemysłu, co ograniczało presję kosztową w gospodarce. W tych warunkach w 2015 r. utrzymywał się spadek cen towarów, do czego przyczyniała się również niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym zerowa inflacja w strefie euro.

Istotnym czynnikiem obniżającym średnioroczną dynamikę cen w 2015 r. był także spadek cen żywności. Występował on w warunkach obniżania się cen na rynku głównych surowców rolnych na świecie, do czego przyczyniły się przede wszystkim korzystne warunki agrometeorologiczne w 2014 r.

<sup>11</sup> Od grudnia 2014 r. do grudnia 2015 r. ceny ropy spadły o 38,5%, ceny węgla o 23,8%, ceny gazu o 44,4%, ceny surowców rolnych o 13%, a ceny metali przemysłowych o 26,3%. Zobacz także: Załącznik 1. *Otoczenie gospodarcze Polski*.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

i w I połowie 2015 r. W Polsce spadek cen żywności wynikał dodatkowo z rosyjskiego embarga na import produktów żywnościowych m.in. z krajów Unii Europejskiej, a także z utraty przez polskich producentów części zagranicznych rynków zbytu na wieprzowinę<sup>12</sup>. Natomiast w ciągu 2015 r. dynamika cen żywności stopniowo rosła i od października jej wkład do dynamiki wskaźnika CPI był dodatni. Do podnoszenia się dynamiki cen żywności przyczyniło się przede wszystkim pogorszenie warunków agrometeorologicznych w drugiej połowie ub.r.<sup>13</sup>.

Ograniczająco na deflację wpływał z kolei utrzymujący się wzrost cen usług, któremu sprzyjało przyspieszenie dynamiki PKB, w tym popytu konsumpcyjnego, występujące w warunkach wzrostu zatrudnienia, spadku bezrobocia oraz stabilnego wzrostu akcji kredytowej. Relatywnie dobrej koniunkturze gospodarczej sprzyjało z kolei obniżenie stóp procentowych NBP w 2015 r. oraz w latach poprzednich. Ponadto w kierunku wyższych cen oddziaływało osłabienie kursu złotego, w szczególności wobec dolara amerykańskiego, które przyczyniło się do wzrostu dynamiki cen dóbr importowanych w ub.r. w porównaniu do 2014 r.

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych odzwierciedla kształtowanie się cen czterech głównych kategorii dóbr (tj. żywności i napojów bezalkoholowych, energii, towarów oraz usług), których dynamika w 2015 r. utrzymywała się poniżej wieloletniej średniej. Ceny poszczególnych kategorii dóbr w 2015 r. kształtowały się następująco<sup>14</sup>:

- Ceny **energii** obniżyły się o 4,2% r/r, a ich bezpośredni wkład do zmian dynamiki średniorocznego wskaźnika CPI wyniósł -0,7 pkt proc. Na spadek cen energii złożyły się:
  - obniżka cen paliw (spowodowana utrzymującym się spadkiem cen ropy na rynkach światowych);
  - spadek cen gazu (spowodowany obniżkami taryf w styczniu i wrześniu 2015 r. związanymi ze spadkiem cen gazu na rynkach światowych);
  - obniżka cen opału (związana ze spadkiem ceny węgla na rynkach światowych).
  
- Ceny **żywności i napojów bezalkoholowych** obniżyły się o 1,7% r/r, a ich wkład do dynamiki średniorocznego wskaźnika CPI wyniósł -0,4 pkt proc. Do spadku cen tej kategorii przyczynił się przede wszystkim:
  - spadek cen mięsa (związany z nadpodażą na krajowym i europejskim rynku);
  - spadek cen nabiału (występujący w warunkach nadpodaży nabiału związanej z deregulacją europejskiego rynku mleka od 1 kwietnia 2015 r. i z rosyjskim embargiem);
  - obniżenie cen olejów (występujące w warunkach spadku cen olejów spożywczych na rynku światowym) i pozostałych tłuszczów (wynikające głównie z obniżenia się cen dóbr pośrednich, w tym mięsa i nabiału).

---

<sup>12</sup> Była to konsekwencja wprowadzenia przez wiele krajów w I kw. 2014 r. ograniczenia na import wieprzowiny z Polski, co było związane z wykryciem w Polsce ognisk afrykańskiego pomoru świń.

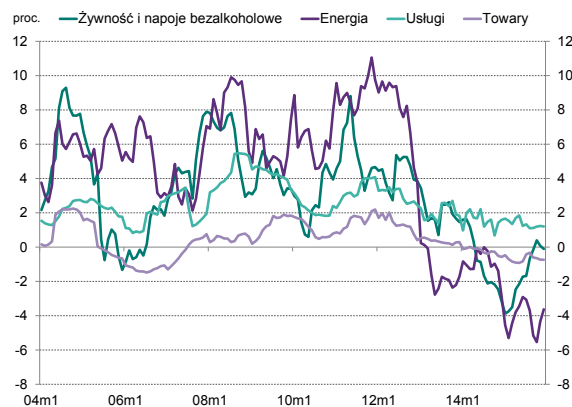
<sup>13</sup> Do wzrostu rocznej dynamiki cen warzyw przyczynił się również dodatni efekt bazy, będący konsekwencją nietypowego spadku ich cen w III kw. 2014 r. związanego z wysokimi zbiorami oraz wprowadzeniem embarga przez Federację Rosyjską.

<sup>14</sup> Kategorie zostały wymienione w kolejności odpowiadającej ich wkładowi do zmian wskaźnika CPI ogółem w 2015 r., od kategorii o największym ujemnym wkładzie do kategorii o najwyższym dodatnim wkładzie.

## Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

- Ceny **towarów** spadły o 0,7% r/r, przyczyniając się do obniżenia dynamiki średniorocznego wskaźnika CPI o 0,2 pkt proc. Na obniżenie cen towarów wpłynął przede wszystkim utrzymujący się od ponad 10 lat spadek cen odzieży i obuwia oraz cen środków transportu.
- Ceny **usług** wzrosły o 1,4% 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 przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz poprawy sytuacji na rynku pracy.

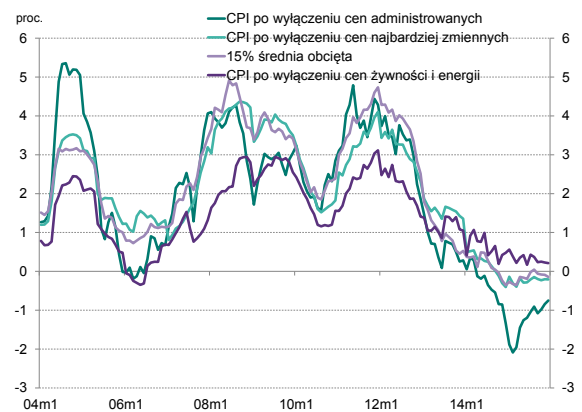
**Wykres 17** Roczne tempo zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych, energii, towarów i usług w latach 2004-2015\*



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** Wskaźniki inflacji bazowej w latach 2004-2015 (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

## Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

Tabela 2 Roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wkład głównych grup do CPI

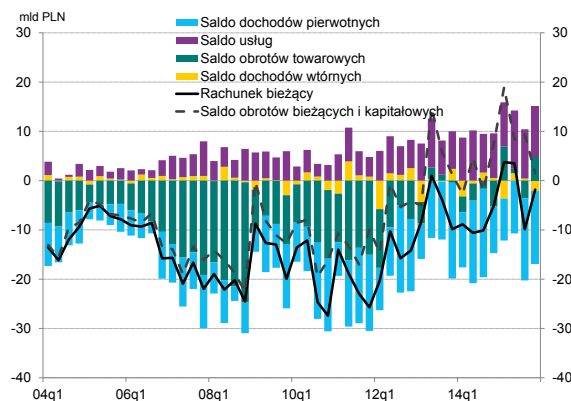
	Wagi 2015 proc.	Tempo zmian (r/r, w proc.)												średnio w roku
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
CPI	100,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9
Inflacja bazowa	58,1	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Towary	29,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,4	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Usługi	28,3	1,7	1,5	1,3	1,7	1,9	1,2	1,3	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,4	-3,9	-3,7	-3,5	-2,5	-2,2	-1,7	-1,7	-0,7	-0,2	0,4	0,1	-0,1	-1,7
Mięso	6,5	-3,3	-3,5	-2,8	-2,5	-3,3	-3,5	-4,0	-3,6	-2,6	-2,2	-2,1	-2,5	-3,0
Warzywa	2,4	-13,9	-11,2	-10,3	-6,7	-2,4	0,0	-0,4	8,3	11,1	14,1	9,0	7,0	-0,7
Owoce	1,4	-7,6	-8,3	-9,7	-5,2	-0,3	3,4	6,3	9,7	8,4	10,0	9,1	9,0	1,7
Przetworzona	13,3	-1,9	-2,0	-2,0	-1,4	-1,8	-1,7	-1,5	-1,4	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,6
Nieprzetworzona	11,0	-6,2	-5,8	-5,3	-3,7	-2,5	-1,7	-1,7	0,4	1,5	2,6	1,7	1,1	-1,7
Energia	17,5	-4,6	-5,3	-4,4	-3,8	-3,4	-2,9	-3,1	-3,7	-5,2	-5,5	-4,3	-3,6	-4,2
Nośniki energii	12,0	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	0,1
Paliwa	5,5	-15,5	-17,6	-14,8	-13,0	-12,0	-10,2	-10,5	-12,2	-15,4	-16,4	-12,8	-10,8	-13,5
wg 12 grup COICOP														
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,4	-3,9	-3,7	-3,5	-2,5	-2,2	-1,7	-1,7	-0,7	-0,2	0,4	0,1	-0,1	-1,7
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,5	2,7	1,8	1,4	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	1,2
Odzież i obuwie	5,3	-5,1	-5,3	-5,3	-5,1	-4,9	-4,8	-4,5	-4,1	-4,4	-4,5	-4,6	-4,5	-4,8
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	21,1	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	4,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3
Zdrowie	5,2	1,5	1,5	1,1	1,1	1,0	1,0	2,5	2,7	2,3	2,6	2,6	2,6	1,9
Transport	9,0	-10,2	-11,6	-9,9	-9,1	-8,0	-7,3	-7,0	-8,3	-10,4	-10,4	-8,2	-6,8	-8,9
Łączność	5,3	2,8	2,4	2,1	4,9	4,6	1,4	1,8	0,5	0,3	0,3	0,9	0,8	1,9
Rekreacja i kultura	6,4	1,9	1,9	1,2	1,0	1,1	1,2	0,9	1,1	0,0	0,0	-0,6	-0,8	0,7
Edukacja	1,0	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9	1,1
Restauracje i hotele	5,2	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3
Inne towary i usługi	5,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1
Wkład do CPI (w pkt proc.)														
	Wagi 2015 proc.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	średnio w roku
CPI	100,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9
Inflacja bazowa	58,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Towary	29,8	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Usługi	28,3	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,4	-1,0	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,4
Mięso	6,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Warzywa	2,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0
Owoce	1,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Przetworzona	13,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2
Nieprzetworzona	11,0	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	-0,2
Energia	17,5	-0,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,7
Nośniki energii	12,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Paliwa	5,5	-0,9	-1,0	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5	-0,7
wg 12 grup COICOP														
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,4	-1,0	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,4
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Odzież i obuwie	5,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	21,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	4,9	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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Transport	9,0	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,8
Łączność	5,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Rekreacja i kultura	6,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Edukacja	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Restauracje i hotele	5,2	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	5,6	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

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

## Załącznik 4. Bilans płatniczy

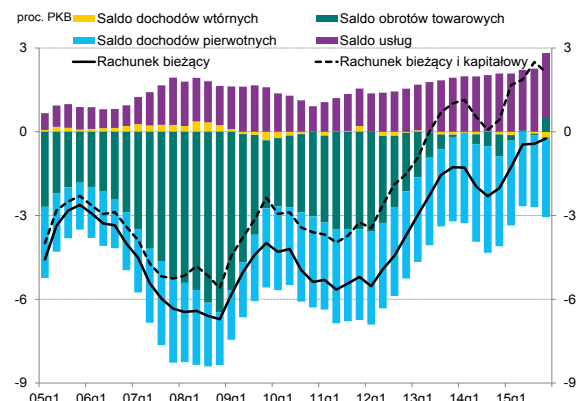
W 2015 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących był wyraźnie niższy niż w poprzednich latach i wyniósł 4,4 mld zł, co stanowiło 0,2% PKB (wobec 2,0% w 2014 r. oraz 4,2% średnio od 2004 r.; Wykres 19, Wykres 20). Obniżenie deficytu wobec poprzedniego roku było związane przede wszystkim ze wzrostem nadwyżki handlowej. Głównym źródłem deficytu na rachunku bieżącym pozostały ujemne salda dochodów pierwotnych i wtórnych.

**Wykres 19** Saldo obrotów bieżących w latach 2004-2015 (mld PLN)



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 20** Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB w latach 2004-2015 (4 kwartały krocząco)



Źródło: Dane NBP i GUS.

Do wzrostu nadwyżki w handlu zagranicznym przyczyniło się wystąpienie pierwszej od 2004 r. nadwyżki w obrotach towarowych przy jednoczesnym zwiększeniu dodatniego salda w handlu usługami (Wykres 20). Nadwyżka na rachunku obrotów towarowych w 2015 r. wynikała z wyższej dynamiki eksportu niż importu towarów. Wzrost eksportu wspierany był przede wszystkim przez trwające od ponad dwóch lat umiarkowane ożywienie gospodarcze w strefie euro oraz utrzymującą się wysoką konkurencyjność cenową polskich produktów na rynkach zagranicznych. Do nadwyżki na rachunku towarowym przyczynił się także spadek cen wielu surowców – w tym zwłaszcza cen ropy naftowej – na rynkach światowych, który ograniczał dynamikę wartości importu. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast przyspieszenie aktywności gospodarczej w kraju.

Podobnie jak w poprzednich latach, saldo na rachunku obrotów bieżących w 2015 r. było obniżane przez deficyt dochodów pierwotnych – którego poziom w ubiegłym roku był zbliżony do wieloletniej średniej – oraz powiększenie niewielkiego deficytu dochodów wtórnych. Ujemne saldo dochodów pierwotnych wynikało przede wszystkim z wysokiego – chociaż niższego niż w poprzednich latach – poziomu dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich w warunkach dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw działających w Polsce.

W 2015 r. saldo na rachunku kapitałowym pozostało dodatnie oraz zbliżone do salda w poprzednich latach (2,4% PKB wobec 2,4% w 2014 r. oraz 2,3% w 2013 r.). W efekcie, na skutek spadku deficytu na rachunku bieżącym, łączna relacja salda na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych do PKB pozostała dodatnia i była wyższa niż w poprzednich latach.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

Tabela 3 Bilans płatniczy (w mln PLN) w latach 2005-2015<sup>15</sup>

Bilans płatniczy	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Rachunek bieżący</b>	-25 796	-42 742	-75 162	-85 780	-54 261	-77 770	-81 497	-60 477	-21 039	-34 687	-4 368
Saldo obrotów towarowych	-17 962	-30 662	-62 172	-82 538	-33 187	-43 677	-54 790	-34 128	-1 345	-13 633	9 012
Saldo usług	7 944	7 902	20 119	17 983	21 715	13 174	21 073	25 145	32 070	35 874	41 051
Saldo dochodów pierwotnych	-16 540	-22 156	-35 997	-24 209	-38 603	-47 108	-50 914	-50 874	-50 016	-55 281	-50 689
Saldo dochodów wtórnych	762	2 174	2 888	2 984	-4 186	-159	-3 134	-620	-1 748	-1 647	-3 742
<b>Rachunek kapitałowy</b>	3 155	6 482	12 783	14 241	22 097	25 705	30 618	35 711	37 857	41 990	42 491
<b>Rachunek finansowy</b>	-22 701	-33 750	-68 877	-100 814	-60 189	-92 927	-80 229	-37 275	-18 673	-13 433	31 972
Inwestycje bezpośrednie: aktywa	13 526	32 648	20 206	10 027	19 262	28 075	12 944	4 237	-10 502	19 252	10 679
Inwestycje bezpośrednie: pasywa	35 685	65 806	69 043	34 131	43 754	53 939	53 575	23 929	2 809	53 594	23 416
Inwestycje portfelowe: aktywa	8 133	14 289	17 360	-6 017	4 270	-488	-2 796	1 395	6 891	17 460	41 572
Inwestycje portfelowe: pasywa	48 202	5 460	-344	-14 023	47 935	87 130	47 426	65 455	7 289	10 977	29 159
Pozostałe inwestycje: aktywa	8 920	12 388	5 116	-15 369	-17 026	11 878	11 060	7 179	5 286	12 858	19 422
Pozostałe inwestycje: pasywa	-4 976	30 991	83 444	62 174	25 254	39 230	18 944	-11 669	11 064	351	-13 143
Pochodne instrumenty finansowe	-537	2 159	5 427	2 727	5 850	1 789	525	-8 942	-2 200	-58	-3 385
Oficjalne aktywa rezerwowe	26 168	8 023	35 157	-9 900	44 398	46 118	17 983	36 571	3 014	1 977	3 116
<b>Saldo błędów i opuszczeń</b>	-60	3 510	-6 498	-29 275	-28 025	-40 862	-29 350	-12 509	-35 491	-20 736	-6 151

Źródło: Dane NBP.

W konsekwencji nadwyżki na rachunkach bieżącym i kapitałowym w 2015 r. nastąpił odpływ netto kapitału za granicę, czego odzwierciedleniem jest dodatnie i najwyższe w historii saldo na rachunku finansowym. Wynikało to z jednej strony ze zmniejszenia się napływu kapitału zagranicznego do Polski w postaci inwestycji bezpośrednich<sup>16</sup>. Z drugiej strony ponownie wzrosła skala odpływu polskiego kapitału za granicę, głównie w formie inwestycji portfelowych, do czego przyczynił się wzrost inwestycji funduszy inwestycyjnych i emerytalnych w aktywa zagraniczne. W kierunku pogorszenia salda na rachunku finansowym oddziaływało natomiast ograniczenie polskich inwestycji bezpośrednich za granicą – przede wszystkim w II połowie roku.

Efektom powyższych zmian była dalsza poprawa większości wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski. W szczególności zarówno saldo obrotów towarowych, jak i saldo obrotów bieżących w relacji do PKB wzrosły do historycznie najwyższych poziomów (Tabela 4).

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> Zmniejszona skala napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych wynikała w dużej mierze ze spadku tej kategorii inwestycji w II kw. ub.r. na skutek czynników jednorazowych, tj. likwidacji podmiotu specjalnego przeznaczenia; *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kwartał 2015 r.*, NBP.

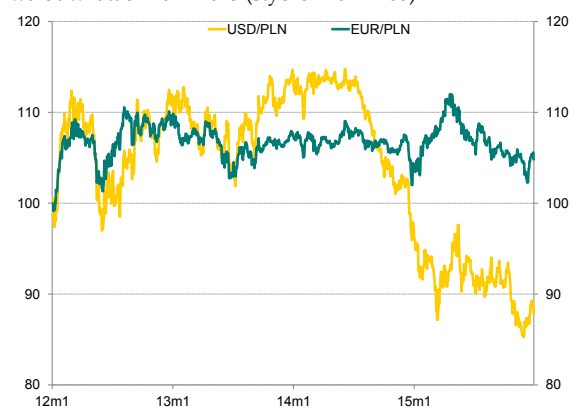
Tabela 4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w latach 2004-2015

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	-5,5	-2,6	-4,0	-6,3	-6,7	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,2
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (%)	-5,0	-2,3	-3,4	-5,3	-5,6	-2,4	-3,6	-3,2	-1,5	1,0	0,4	2,1
Saldo obrotów towarowych/PKB (%)	-3,3	-1,8	-2,9	-5,2	-6,5	-2,4	-3,0	-3,5	-2,1	-0,1	-0,8	0,5
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB (%)	-2,6	-1,0	-2,1	-3,5	-5,1	-0,8	-2,1	-2,2	-0,6	1,9	1,3	2,8
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	3,8	4,7	4,0	3,8	3,4	5,2	5,5	5,7	5,5	5,2	5,3	5,3
Zadłużenie zagraniczne/PKB (%)	42,0	44,1	46,4	47,9	56,8	58,7	65,5	70,8	70,2	69,8	72,4	71,6
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (%)	-41,1	-42,0	-45,1	-49,3	-56,0	-57,8	-65,1	-62,4	-65,4	-69,0	-68,3	-61,9

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS i NBP.

W 2015 r. zmiany nominalnego kursu złotego wobec głównych walut były determinowane w istotnym stopniu przez czynniki zewnętrzne, w tym zwłaszcza politykę pieniężną głównych banków centralnych oraz zmiany awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych (Wykres 21, Wykres 22). W I połowie ub.r. złoty umocnił się w stosunku do euro, do czego przyczyniło się przede wszystkim rozszerzenie programu skupu aktywów przez Europejski Bank Centralny. W II połowie ub.r. złoty osłabił się natomiast względem euro, co związane było z pogorszeniem nastrojów inwestorów na rynkach finansowych na skutek wzrostu obaw o spowolnienie gospodarcze w Chinach. W efekcie, średnioroczny kurs złotego do euro utrzymał się na zbliżonym do poprzedniego roku poziomie. Kurs złotego do dolara amerykańskiego był natomiast wyraźnie niższy niż w poprzednim roku, co było głównie związane z umocnieniem dolara na rynkach międzynarodowych i odzwierciedlało oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. W konsekwencji, nominalny efektywny kurs złotego kształtował się w 2015 r. na niższym poziomie niż w 2014 r., wspierając konkurencyjność cenową polskiego eksportu, a przez to nadwyżkę w polskim handlu zagranicznym.

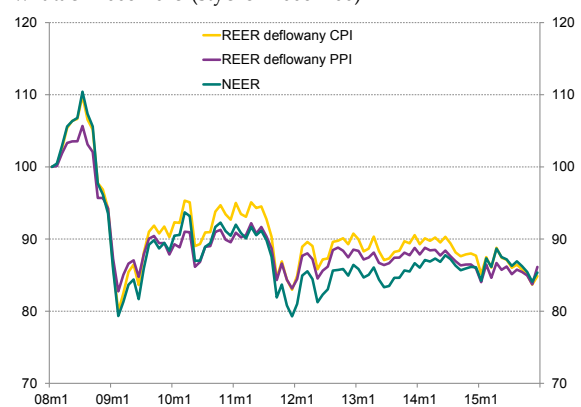
Wykres 21 Nominalny kurs złotego względem głównych walut w latach 2012-2015 (styczeń 2012=100)



Źródło: Dane Bloomberg.

Wzrost oznacza aprecjację.

Wykres 22 Realny i nominalny efektywny kurs walutowy w latach 2008-2015 (styczeń 2008=100)



Źródło: Dane Eurostatu, OECD, Reuters, obliczenia NBP.

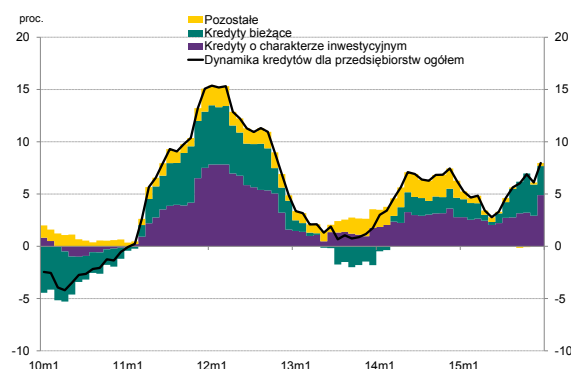
Wzrost oznacza aprecjację.

## Załącznik 5. Pieniądz i kredyt

W 2015 r. kredyt dla podmiotów niemonetarnych w sektorze monetarnych instytucji finansowych zwiększył się o 5,2% (wobec 5,5% w poprzednim roku<sup>17,18</sup>). Wzrostowi akcji kredytowej sprzyjał stabilny wzrost gospodarczy w warunkach niższego niż w poprzednich latach oprocentowania kredytów oraz łagodzenia polityki kredytowej przez banki w segmencie kredytów konsumpcyjnych oraz kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie do spowolnienia wzrostu zadłużenia przyczyniło się zaostrzenie warunków i kryteriów udzielania przez banki kredytów mieszkaniowych, związane z zaostrzeniem polityki makroostrożnościowej<sup>19</sup>, a także systematyczne zmniejszanie się portfela walutowych kredytów mieszkaniowych.

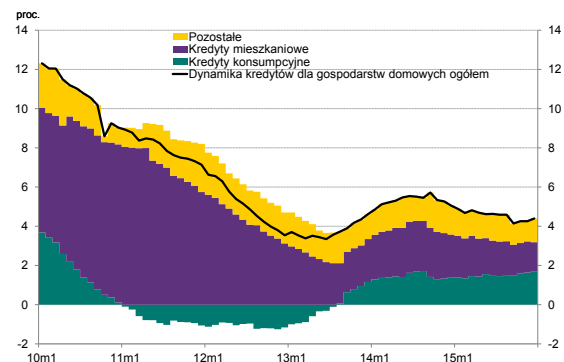
W 2015 r. wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw przyspieszył, na co złożyło się istotne zwiększenie dynamiki kredytu bieżącego oraz nieznaczny wzrost dynamiki kredytu inwestycyjnego (Wykres 23)<sup>20</sup>. Wzrostowi zadłużenia firm sprzyjała poprawa sytuacji gospodarczej w kraju, w szczególności – utrzymujący się wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Wzrost kredytów dla przedsiębiorstw wspierany był także przez łagodzenie kryteriów oraz warunków ich udzielania przez banki, oraz niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw<sup>21</sup>.

**Wykres 23** Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych w latach 2010-2015



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 24** Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych w latach 2010-2015



Źródło: Dane NBP.

<sup>17</sup> Omawiane w tym załączniku dynamiki odnoszą się do zmian transakcyjnych. Dynamika kredytu dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako dynamika należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora. Sektor podmiotów niemonetarnych obejmuje gospodarstwa domowe, niemonetarne instytucje finansowe, przedsiębiorstwa, instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych, instytucje samorządowe i fundusze ubezpieczeń społecznych.

<sup>18</sup> Podane wielkości to średnie roczne dynamiki kredytów dla sektora prywatnego w 2014 i 2015 r.

<sup>19</sup> W 2015 r. banki istotnie zaostrzyły kryteria i niektóre warunki przyznawania kredytów mieszkaniowych, co wynikało głównie z kolejnego obniżenia maksymalnego dopuszczalnego poziomu LtV dla tych kredytów. Zgodnie z rekomendacją S Komisji Nadzoru Finansowego od stycznia 2015 r. wartość kredytu w relacji do wartości nieruchomości (wskaźnik LtV) nie może przekroczyć 90%, tym samym kredytobiorca musi dysponować minimum 10% wkładem własnym.

<sup>20</sup> Średniomiesięczna dynamika kredytów bieżących dla przedsiębiorstw w 2015 r. wyniosła 5,2% r/r wobec 3,0% w 2014 r., a dynamika kredytów inwestycyjnych – odpowiednio 6,0% r/r wobec 5,4% r/r.

<sup>21</sup> Oprocentowanie kredytów złotych dla przedsiębiorstw niefinansowych wyniosło średnio 3,5% w 2015 r. wobec 4,2% średnio w 2014 r.



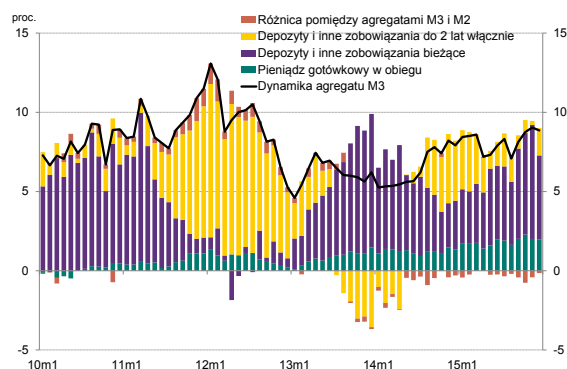
## Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych w 2015 r. nieznacznie się obniżyła względem 2014 r.<sup>22</sup>, na co złożył się spadek tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych, przy jednoczesnym przyspieszeniu wzrostu kredytów konsumpcyjnych (Wykres 24)<sup>23</sup>.

Do osłabienia akcji kredytowej w segmencie kredytów hipotecznych przyczyniło się zaostrzenie kryteriów oraz warunków udzielania kredytów, w tym wzrost marży kredytowej oraz podwyższenie wymaganego udziału własnego kredytobiorcy w inwestycji. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast obniżenie stóp procentowych NBP, a także dokonane we wrześniu 2015 r. rozszerzenie programu „Mieszkanie dla Młodych” o możliwość zakupu mieszkań z rynku wtórnego oraz zwiększenie dopłat do wkładu własnego w ramach tego programu.

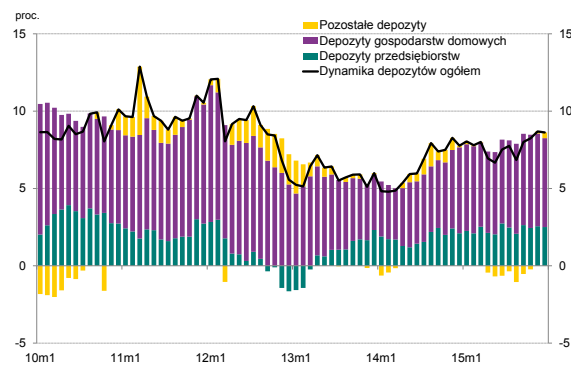
Przyspieszenie wzrostu kredytów konsumpcyjnych wspierane było przez poprawę sytuacji na rynku pracy oraz złagodzenie polityki kredytowej w tym segmencie przez banki. W szczególności, na skutek obniżenia stóp procentowych banki obniżyły wyraźnie oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych<sup>24</sup>. Jednocześnie akcja kredytowa w segmencie kredytów konsumpcyjnych jest stymulowana przez trwającą poprawę sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, wynikającą głównie z panującego ożywienia na rynku pracy przy polepszających się nastrojach konsumentów w ubiegłym roku.

**Wykres 25** Dynamika roczna agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych w latach 2010-2015



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 26** Dynamika roczna depozytów bankowych zaliczanych do agregatu M3 oraz wkład głównych składowych w latach 2010-2015



Źródło: Dane NBP.

Rosnącej akcji kredytowej w 2015 r. towarzyszył stabilny wzrost depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, czemu sprzyjała utrzymująca się dobra sytuacja w tych sektorach. W efekcie tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 nieznacznie przyspieszyło względem 2014 r., przy czym

<sup>22</sup> W ujęciu transakcyjnym średniomiesięczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem w 2015 r. wyniosło 4,5% r/r wobec 5,3% w poprzednim roku. Uwzględniając natomiast zmiany stanów kredytów wynikające ze zmiany wyceny lub reklasyfikacji, w tym w szczególności zmiany kursu walutowego, średniomiesięczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wzrosła z 5,3% r/r w 2014 r. do 6,9% w 2015 r. Było to głównie efektem nieoczekiwanej rezygnacji z asymetrycznego celu kursowego względem euro przez Narodowy Bank Szwajcarii w styczniu 2015 r., która wywołała skokową aprecjację franka szwajcarskiego wobec innych walut, w tym złotego. W konsekwencji, w styczniu 2015 r. zadłużenie gospodarstw domowych wzrosło o 17,7 mld zł, tj. o 5,2% łącznego zadłużenia w segmencie kredytów mieszkaniowych w styczniu 2014 r. (wobec zmiany transakcyjnej tej kategorii kredytów jedynie o 0,8 mld zł).

<sup>23</sup> Średniomiesięczne tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych w 2015 r. wyniosło 6,3% r/r wobec 5,8% w poprzednim roku, natomiast kredytów mieszkaniowych 3,0% r/r wobec 4,1%.

<sup>24</sup> Oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych wyniosło 8,6% średnio w 2015 r. (wobec 12,5% średnio w 2014 r.). Oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych nie może przekroczyć czterokrotności stopy lombardowej NBP, która w marcu 2015 r. została obniżona z 3,0% do 2,5%.

pozostawało na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej (Wykres 25)<sup>25</sup>. Jednocześnie – wobec niższego niż w poprzednich latach oprocentowania – następowała zmiana struktury terminowej depozytów (Wykres 25). Spowolnieniu dynamiki depozytów terminowych w ubiegłym roku towarzyszyło przyspieszenie dynamiki depozytów bieżących oraz stabilny wzrost gotówki w obiegu.

---

<sup>25</sup> Roczny wzrost agregatu M3 w ujęciu transakcyjnym wyniósł 8,9% (grudzień 2015 r. wobec grudnia 2014 r.).

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

### Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 stycznia 2015 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 podkreślali, że w Stanach Zjednoczonych trwa ożywienie gospodarcze. W tym kontekście zwracali uwagę na rewizję w górę danych o PKB za III kw. ub.r., a także na korzystne dane makroekonomiczne za IV kw. ub.r., w tym przede wszystkim kontynuację wzrostu zatrudnienia i spadku stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych będzie wspierać aktywność gospodarczą na świecie. Część członków Rady oceniała jednak, że sytuacja gospodarcza wśród głównych partnerów handlowych Polski pozostaje niekorzystna. W strefie euro, w tym w Niemczech, wskaźnik PMI w IV kw. ub.r. był średnio niższy niż w poprzednich kwartałach. Argumentowano, że w części gospodarek strefy euro dynamika aktywności gospodarczej jest ograniczana przez działania zmierzające do zmniejszenia wysokości długu publicznego. Podkreślana była również niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady uważali, że perspektywa ożywienia gospodarczego w tym obszarze walutowym się oddala, wskazując przy tym na obniżenie prognoz wzrostu PKB dla tej gospodarki w ostatnim okresie, w tym przez Europejski Bank Centralny. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że choć w strefie euro utrzymuje się obecnie podwyższona niepewność, spowodowana między innymi zbliżającymi się wyborami w Grecji, to w kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna przyspieszać, co będzie wspierane przez znaczny spadek cen ropy naftowej. Zwracano także uwagę na wyhamowanie dynamiki aktywności gospodarczej w Rosji w IV kw. ub.r. oraz prawdopodobny znaczny spadek PKB w tej gospodarce w bieżącym roku. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w wielu innych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej wzrost PKB pozostaje stabilny.

Członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację znacznego spadku cen ropy naftowej w ostatnim okresie, który prowadzi do obniżenia inflacji oraz jej prognoz w wielu gospodarkach. Podkreślano, że w grudniu w strefie euro pojawiła się deflacja, a EBC znacznie obniżył prognozy inflacji na ten rok. Oceniano, że w tych warunkach już w styczniu br. możliwe jest ogłoszenie kolejnych programów luzowania ilościowego przez EBC. Wskazywano także na zbliżający się termin podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, która prawdopodobnie będzie wspierać napływ kapitału portfelowego do tej gospodarki.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie utrzymywała się podwyższona awersja do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Wraz z nasileniem się oczekiwań na wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych dolar znacznie się umocnił, a waluty gospodarek wschodzących, w tym złoty, osłabiły się. Podkreślano jednak, że osłabienie złotego względem euro było znacznie mniejsze niż względem dolara. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

osłabienie złotego wynikało także częściowo ze znacznej deprecjacji rosyjskiego rubla. Zwracano również uwagę, że kursy walutowe innych partnerów handlowych Polski osłabiły się bardziej niż złoty. W rezultacie nominalny efektywny kurs walutowy złotego w grudniu był silniejszy niż miesiąc wcześniej.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki członkowie Rady oceniali, że tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. mogło nieznacznie spowolnić. Część członków Rady była jednak zdania, że pomimo możliwego spowolnienia, dynamika PKB pozostaje stabilna, a prognozy wzrostu gospodarczego wskazują na jej stopniowe przyspieszanie w kolejnych kwartałach. W tym kontekście członkowie ci oceniali, że obserwowany na świecie spadek cen ropy będzie wspierał popyt krajowy, a także – poprzez wyższą dynamikę PKB za granicą – polski eksport. W rezultacie wzrost gospodarczy w Polsce może być wyższy niż wcześniej prognozowano. Inni członkowie Rady podkreślali, że w II połowie br. wzrost PKB będzie wspierany przez wyższy napływ funduszy z Unii Europejskiej. Wskazując na relatywnie korzystne perspektywy popytu w polskiej gospodarce, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozostaje dobra czemu sprzyjają niskie ceny ropy naftowej. Utrzymuje się wysoka dynamika ich inwestycji, wspierana przez niski koszt kredytu, a prognozy zamówień i produkcji znajdują się powyżej wieloletniej średniej. Argumentowali oni również, że rośnie dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, a realna dynamika podaży pieniądza jest na poziomie najwyższym od początku globalnego kryzysu finansowego. Oceniali także, że wskaźniki koniunktury przedsiębiorstw ustabilizowały się, a nastroje gospodarstw domowych się poprawiają.

Część członków Rady wskazywała jednak, że tempo wzrostu PKB nie gwarantuje szybkiego domknięcia się luki popytowej oraz nie pojawiają się sygnały jego wyraźnego przyspieszenia w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie podkreślali, że utrzymuje się ryzyko istotnego spowolnienia dynamiki PKB. Argumentowano w tym kontekście, że w listopadzie dynamika produkcji przemysłowej spadła w pobliże zera, dynamika produkcji budowlano-montażowej pozostała ujemna, a dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem negatywnie oddziałującym na krajową koniunkturę jest oddalenie się perspektyw ożywienia w strefie euro oraz silne osłabienie aktywności w Rosji. Podkreślano także dalsze zacieśnienie polityki makroostrożnościowej na początku br., które prawdopodobnie będzie ograniczało dynamikę kredytów na nieruchomości. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że popyt krajowy był w ostatnich kwartałach wspierany przez znaczny przyrost zapasów, który mógł wynikać z niewystarczającego popytu na już wyprodukowane dobra, co może w przyszłości ograniczać dynamikę produkcji.

Analizując sytuację na rynku pracy podkreślano, że utrzymuje się wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, a stopa bezrobocia, po wyeliminowaniu czynników sezonowych, maleje. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że badania koniunktury sugerują dalszy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Jednocześnie wskazywano, że nie pojawiają się sygnały presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw, a dynamika płac w sektorze publicznym ograniczana jest przez zamrożenie funduszu płac w tym sektorze.

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

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na możliwość dłuższego niż wcześniej oczekiwano utrzymywania się deflacji. Podkreślano również, że prognozy dynamiki cen w kolejnych kwartałach były w ostatnim okresie obniżane. W rezultacie deflacja może utrzymać się jeszcze przez kilka miesięcy, a przez to oczekiwany horyzont powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP może się wydłużyć.

Część członków Rady podkreślała jednak, że deflacja wynika przede wszystkim z obniżenia cen surowców. Członkowie ci oceniali, że z tego względu jest to zjawisko pozytywne dla dynamiki popytu krajowego, gdyż sprzyja wzrostowi wynagrodzeń w ujęciu realnym i zwiększa zdolność części podmiotów gospodarczych do obsługi zadłużenia, a tym samym wspiera poprawę koniunktury. Wskazywali przy tym, że spadek cen energii prowadzi do poprawy nastrojów większości podmiotów gospodarczych. Niektórzy z tych członków Rady podkreślali, że wydłużenie okresu niskiej dynamiki cen jest obecnie zjawiskiem charakterystycznym dla wielu gospodarek.

Część członków Rady podkreślała natomiast, że obserwowany spadek cen wynika nie tylko ze spadku cen surowców, ale także z utrzymującej się ujemnej luki popytowej w gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – najniższy w historii i ujemny poziom średniej miar inflacji bazowej oraz utrzymująca się ujemna dynamika cen producenta. Członkowie ci wskazywali również, że deflatory większości kategorii sprzedaży detalicznej są ujemne, a dynamika cen usług – które w największym stopniu reagują na krajową presję popytową – od wielu kwartałów pozostaje w trendzie spadkowym. Zwracano uwagę, że deflacja przyczynia się do utrzymywania bardzo niskich oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz że oczekiwania inflacyjne na najbliższe dwa lata sformułowane przez analityków kształtują się poniżej celu inflacyjnego NBP.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na obecnym posiedzeniu powinny one pozostać niezmienione. Większość członków Rady była bowiem zdania, że pozostawienie stóp procentowych na niezmienionym poziomie na obecnym posiedzeniu jest wskazane ze względu na utrzymującą się podwyższoną awersję do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych, wynikającą między innymi z kryzysu walutowego w Rosji.

Część członków Rady opowiadających się za utrzymaniem stóp procentowych na niezmienionym poziomie zwracała uwagę, że źródła przedłużającej się deflacji mają charakter podażowy i znajdują się poza bezpośrednim oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano przy tym, że obserwowany spadek cen surowców wspiera koniunkturę. Niektórzy z tych członków Rady oceniali, że dalsza obniżka stóp procentowych – w warunkach wzrostu popytu krajowego przekraczającego w ich opinii potencjalne tempo wzrostu PKB – mogłaby prowadzić do nadmiernego przyrostu kredytu oraz wzrostu deficytu w obrotach bieżących, który w obecnych warunkach jest ograniczany dzięki znacznemu spadkowi cen importu. Argumentowali przy tym, że ewentualny wzrost stóp procentowych za granicą może pogorszyć saldo dochodów na rachunku obrotów bieżących. Członkowie ci wskazywali także, że obecnie stopy procentowe NBP kształtują się na historycznie niskim poziomie, a ich dalsze obniżanie będzie hamować restrukturyzację przedsiębiorstw i potencjalny wzrost gospodarczy. Niektórzy z członków Rady wskazywali, że niska dynamika cen jest charakterystyczna dla wielu gospodarek, a doświadczenia innych banków centralnych pokazują, że w obecnych warunkach obniżki stóp procentowych mogą nie doprowadzić do powrotu inflacji do

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

celu. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że wraz z oczekiwanym wzrostem dynamiki cen, realne stopy procentowe będą się obniżać.

Część członków Rady oceniała jednak, że w kolejnych miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP może być uzasadnione. Członkowie ci podkreślali, że okres deflacji i horyzont powrotu inflacji do celu wydłużają się. Oceniali również, że napływające dane wskazują na ryzyko spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej, a także, że utrzymuje się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki. Zwracali uwagę, że utrzymująca się deflacja prowadzi do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym, które w Polsce są obecnie relatywnie wysokie w ujęciu historycznym i w porównaniu międzynarodowym. Wskazywano przy tym na możliwość dalszego luzowania polityki pieniężnej przez EBC. Niektórzy z tych członków Rady zwracali również uwagę, że oprocentowanie kredytów dla sektora prywatnego jest wyższe niż nominalne tempo wzrostu PKB, a w ujęciu realnym są one wyższe niż rentowność przedsiębiorstw, co – w ich opinii – nie stwarza ryzyka nadmiernego zadłużania oraz nie hamuje restrukturyzacji przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali przy tym, że ze względu na ograniczone narzędzia polityki pieniężnej, proces restrukturyzacji przedsiębiorstw powinien być wspierany przede wszystkim przez politykę strukturalną. Niektórzy z członków Rady niewykluczający dostosowania stóp procentowych w kolejnych miesiącach oceniali, że lepsza ocena ewentualnej konieczności dostosowania polityki pieniężnej będzie możliwa po ocenie ewentualnych działań EBC oraz zapoznaniu się z nową projekcją inflacji i PKB.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ze względu na utrzymujący się spadek cen, wydłużający się okres powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP, a także ryzyko spowolnienia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach, stopy procentowe powinny zostać obniżone już na bieżącym posiedzeniu. Ich zdaniem niższe stopy procentowe NBP nie tylko wspierałyby aktywność gospodarczą, ale również – wobec braku zagrożeń inflacyjnych – przyczyniałyby się do obniżenia kosztów obsługi długu publicznego, co wspierałoby politykę gospodarczą rządu. Biorąc pod uwagę te argumenty niektórzy spośród tych członków Rady opowiadali się za silnym obniżeniem stóp procentowych.

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 0,25 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 4 lutego 2015 r.**

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, część członków Rady wskazywała na brak istotnej poprawy sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych Polski. Zaznaczano, że w strefie euro dynamika aktywności gospodarczej utrzymuje się na niskim poziomie w porównaniu do innych krajów rozwiniętych. Ponadto część członków Rady oceniała, że poprawa koniunktury w tej strefie będzie ograniczana przez słaby wzrost inwestycji, związany częściowo z prognozowanym

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

osłabieniem dynamiki popytu ze strony gospodarek wschodzących. Członkowie ci zwracali również uwagę na pogorszenie sytuacji wschodnich partnerów handlowych Polski. W szczególności podkreślono, że wzrost gospodarczy w Rosji wyhamował w IV kw. ub.r. w pobliże zera, a w bieżącym roku prognozowana jest w tym kraju recesja, której skalę może dodatkowo pogłębiać ponowna eskalacja konfliktu z Ukrainą. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że w strefie euro prognozowany jest wzrost dynamiki PKB w 2015 r. Byli oni zdania, że przyspieszający popyt konsumpcyjny – wspierany dodatkowo przez spadek cen ropy naftowej – przełoży się w kolejnych kwartałach na wyraźniejsze niż dotychczas ożywienie koniunktury w tym obszarze walutowym. Wskazywano także, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB – pomimo spowolnienia w IV kw. ub.r. – pozostaje wysoki na tle innych krajów rozwiniętych, a perspektywy koniunktury są tam korzystne. Zaznaczano, że dynamika PKB prawdopodobnie pozostanie tam wyraźnie wyższa niż w strefie euro, do czego przyczynia się głównie mniejsza skala regulacji oraz niższe obciążenia podatkowe w gospodarce amerykańskiej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że przewidywane przyspieszenie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w bieżącym roku może się nie zrealizować, na co wskazuje obniżenie dynamiki PKB w IV kw. ub.r.

Członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie cen dużej grupy surowców w ostatnim okresie, co – w warunkach umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego na świecie – przyczynia się do spadku inflacji w wielu krajach. Podkreślano jednocześnie, że spadek cen surowców będzie oddziaływać w kierunku pobudzenia aktywności gospodarczej w krajach będących importerami netto surowców. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na pewien wzrost cen ropy w ostatnich dniach i zaznaczali, że zmiany cen surowców stanowią istotne źródło niepewności dla kształtowania się aktywności gospodarczej i procesów inflacyjnych w gospodarce globalnej.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że – wobec pogłębienia się deflacji oraz nadal powolnego wzrostu gospodarczego w strefie euro – Europejski Bank Centralny (EBC) istotnie zwiększył skalę programu skupu aktywów, rozszerzając jego zakres o obligacje skarbowe. Dyskutując na temat ewentualnych skutków luzowania ilościowego EBC część członków Rady była zdania, że jego wpływ na sferę realną może być ograniczony. Wyrażali oni opinię, że zwiększenie płynnych rezerw w bankach w strefie euro może nie doprowadzić do istotnego pobudzenia tamtejszej akcji kredytowej, w tym kredytów przeznaczonych na cele inwestycyjne. Zaznaczali oni, że niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest związana z utrzymującą się niepewnością co do przyszłej koniunktury w strefie euro i – w związku z tym – koszt finansowania ma niewielki wpływ na popyt na kredyt. Wskazuje na to – zdaniem niektórych członków Rady – spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw w tamtejszej gospodarce trwający pomimo obniżenia się ich oprocentowania w ostatnich miesiącach. Część członków Rady oceniała, że głównym efektem działań EBC będą spadki rentowności instrumentów dłużnych w strefie euro. Niektórzy członkowie wyrażali opinię, że spadek rentowności aktywów i oprocentowania depozytów w strefie euro może przyczynić się do zwiększania przez część gospodarstw domowych skłonności do oszczędzania, tak by przyrost oszczędności, a tym samym przyszła konsumpcja pozostały na stałym poziomie, co w efekcie może ograniczyć bieżącą konsumpcję. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że luzowanie ilościowe EBC może zwiększyć napływ kapitału portfelowego do gospodarek nienależących do tego obszaru walutowego, w tym do Polski, powodując presję na aprecjację ich kursów walutowych.

Członkowie Rady dyskutowali również na temat decyzji Narodowego Banku Szwajcarii o upłynnieniu kursu franka wobec euro oraz obniżeniu przez niego stóp procentowych. W tym kontekście wskazywano, że obecnie nie jest jeszcze możliwa pełna ocena skutków umocnienia franka szwajcarskiego dla polskich podmiotów posiadających zobowiązania w tej walucie, co wynika z dużej zmienności kursu złotego wobec franka oraz nieznannej reakcji sektora bankowego i instytucji regulacyjno-nadzorczych na tę sytuację. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że utrzymanie się słabego kursu złotego wobec franka szwajcarskiego nasili trudności ze spłatą kredytów denominowanych we frankach i pogorszy strukturę aktywów banków.

Dyskutując na temat koniunktury w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. nieznacznie spowolnił, kształtując się jednak powyżej 3%. Podkreślano także wzrost dynamiki produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w grudniu, wzrost niektórych wskaźników koniunktury i dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Część członków Rady oceniała, że pomimo niewielkiego spowolnienia, dynamika PKB kształtuje się na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu produktu potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że dynamika popytu krajowego w IV kw. ub.r. – pomimo ujemnego wkładu zapasów do wzrostu PKB – była wyższa od oczekiwań i dynamiki całego PKB. Zdaniem tych członków Rady utrzymywanie się szybkiego wzrostu popytu krajowego przyczynia się do pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących, którego skala jest obecnie obniżana przez spadek cen surowców i związaną z tym poprawę tzw. terms of trade. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że pomimo utrzymywania się tempa wzrostu PKB w pobliżu 3%, luka popytowa w Polsce pozostaje ujemna.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego część członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy w Polsce będzie stopniowo przyspieszał. Członkowie ci argumentowali, że utrzymaniu się wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego będzie sprzyjać dalszy wzrost zatrudnienia przy umiarkowanym wzroście płac, a także poprawa wskaźników ufności konsumenckiej. Z kolei popyt inwestycyjny będzie – zdaniem tych członków Rady – wspierany przez dalszy szybki wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, a w II połowie br. także przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych finansowanych ze środków UE. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że korzystne perspektywy aktywności inwestycyjnej firm wynikają w dużym stopniu z rosnącej skłonności firm do inwestowania związanej ze spadkiem percepcji niepewności w ich otoczeniu, rosnącym stopniem wykorzystania mocy wytwórczych i poprawą prognoz popytu, przy korzystnych warunkach ich finansowania. Część członków Rady wskazywała, że źródłem ożywienia aktywności gospodarczej w Polsce będzie także prognozowane przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro.

Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że nawet jeśli wzrost PKB stopniowo przyspieszy w kolejnych kwartałach, to nie będzie prowadził do narastania nierównowag w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na ryzyko spowolnienia wzrostu na przełomie bieżącego i przyszłego roku. Zwracano uwagę, że wzrost popytu konsumpcyjnego będzie ograniczany przez wzrost zadłużenia gospodarstw domowych posiadających zobowiązania denominowane we franku szwajcarskim. Z kolei na wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw negatywnie oddziaływać może – zdaniem niektórych członków Rady – utrzymująca się niepewność co do popytu i ich niska oczekiwana zyskowność w relacji do stopy zwrotu z alternatywnych form lokowania kapitału. W tym



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

kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali na utrzymywanie się niskiego udziału inwestycji w PKB oraz jedynie niewielkiego odsetka przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji. Część członków Rady była zdania, że głównym źródłem ryzyka dla przyspieszenia aktywności gospodarczej w Polsce jest możliwość niższego od oczekiwań wzrostu PKB w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że negatywnie na dynamikę PKB mogłaby oddziaływać ewentualna aprecjacja złotego.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w styczniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od oczekiwań. Zarazem krótkookresowe prognozy inflacji zostały istotnie zrewidowane w dół, a przewidywany okres deflacji wydłużył się. Wskazywano ponadto na przyspieszenie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady wyrażała opinię, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców. Zaznaczali oni, że również wydłużenie oczekiwanego okresu deflacji wynika z obniżenia prognozowanej ścieżki cen energii i żywności. W opinii tych członków Rady, deflacja – ze względu na jej podażowe źródła – nie będzie miała negatywnych skutków gospodarczych, natomiast będzie wspierać wzrost dynamiki PKB, oddziałując w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że brak jest obecnie sygnałów wskazujących na ryzyko wystąpienia spirali deflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady wyrażali też opinię, że niska dynamika cen – wobec umiarkowanego wzrostu gospodarczego w otoczeniu Polski oraz spadku cen surowców – jest zjawiskiem normalnym, a biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymanie się tych uwarunkowań, inflacja pozostanie prawdopodobnie niska również w dłuższym horyzoncie.

Część członków Rady była natomiast zdania, że spadek cen w Polsce wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale także niskiej presji popytowej w krajowej gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – zarówno dalszy spadek większości miar inflacji bazowej, jak również fakt, iż ceny producenta obniżają się od blisko trzech lat, a więc zdecydowanie dłużej niż ceny surowców na rynkach światowych. Członkowie ci podkreślali także, że wobec utrzymującego się spadku cen oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw pozostają bardzo niskie, a oczekiwania analityków zostały w ostatnim okresie istotnie obniżone. Członkowie ci byli również zdania, że wraz z wydłużaniem się okresu deflacji wzrasta ryzyko pojawienia się jej negatywnych skutków dla gospodarki.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych część członków Rady podkreślała, że mimo obniżenia nominalnych stóp w IV kw. ub.r., pogłębienie się deflacji oraz silne obniżenie prognoz dynamiki cen w przyszłości przyczyniło się w ostatnich miesiącach do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym, przez co kształtują się one obecnie na relatywnie wysokim poziomie. Zwracali oni także uwagę na historycznie niski poziom rentowności obligacji długoterminowych wskazujący, że w dłuższym okresie inflacja lub realna stopa równowagi będzie wyraźnie niższa niż dotychczas. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że stopy nominalne kształtują się na historycznie niskim poziomie, a stopy realne będą się obniżać wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen.

Dyskutując na temat decyzji o stopach procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na obecnym posiedzeniu powinny one pozostać niezmiennione.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

Część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika PKB kształtuje się obecnie na poziomie zbliżonym do potencjalnego tempa wzrostu, a w kolejnych kwartałach prognozowane jest jego przyspieszenie. Członkowie ci argumentowali ponadto, że deflacja w Polsce wynika głównie z czynników podażowych i – w konsekwencji – nie ma ona negatywnego wpływu na gospodarkę, a wpływ polityki pieniężnej na procesy inflacyjne jest ograniczony. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wobec utrzymującego się wysokiego tempa wzrostu popytu krajowego obniżenie stóp procentowych mogłoby przyczynić się do zwiększenia nierównowagi zewnętrznej oraz prowadzić do nadmiernego wzrostu kredytu, w tym kredytów mieszkaniowych oraz narażałoby kredytobiorców na silny wzrost kosztów obsługi kredytu w sytuacji wzrostu stóp procentowych. Nadmierny wzrost akcji kredytowej mógłby również stwarzać ryzyko pojawienia się bańki na rynku nieruchomości. Członkowie ci wyrażali także opinię, że dalsze dostosowanie stóp procentowych – zmniejszając jedynie przejściowo koszty obsługi długu publicznego – mogłoby powodować wzrost niestabilności finansów publicznych w przyszłości. Jednocześnie w opinii tych członków Rady utrzymywanie nominalnych stóp procentowych na niskim poziomie oddziałuje negatywnie na proces selekcji podmiotów gospodarczych i tym samym ogranicza wzrost produktywności w gospodarce.

Część członków Rady zwracała natomiast uwagę, że pogłębienie się deflacji oraz wydłużenie okresu jej trwania zwiększa ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie, a więc uzasadnia obniżenie stóp procentowych. Wskazywali oni ponadto, że wraz z wydłużaniem się okresu deflacji rośnie ryzyko pojawienia się jej negatywnych skutków dla gospodarki. Członkowie ci oceniali także, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem w warunkach silnego poluzowania polityki pieniężnej przez EBC, zwiększa ryzyko napływu kapitału portfelowego i nadmiernego umocnienia kursu złotego, co dodatkowo utrudniałoby powrót inflacji do celu oraz mogłoby osłabić wzrost PKB. Niektórzy członkowie podkreślali także, że obniżenie stóp procentowych – wobec braku zagrożeń inflacyjnych – przyczyniałoby się do zmniejszenia kosztów obsługi długu publicznego, wspierając politykę gospodarczą rządu. Niektórzy członkowie zaznaczali ponadto, że dostosowanie stóp procentowych ułatwiałoby delewarowanie podmiotów gospodarczych, a także mogłoby wspierać proces przewalutowania kredytów mieszkaniowych. Część członków Rady uznała jednak, że ze względu na znaczną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie uzasadnione jest pozostawienie stóp procentowych bez zmian na obecnym posiedzeniu. Członkowie ci nie wykluczyli jednak dostosowania polityki pieniężnej w najbliższym okresie, gdy możliwa będzie ocena perspektyw inflacji w średnim okresie uwzględniająca wyniki marcowej projekcji NBP.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że pomimo znacznej zmienności na rynkach finansowych, wydłużający się okres spadku cen oraz niskie prawdopodobieństwo istotnego wzrostu dynamiki PKB w kolejnych kwartałach stwarzającego ryzyko pojawienia się nierównowag makroekonomicznych uzasadnia obniżenie stóp procentowych już na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że wobec tych uwarunkowań, brak decyzji o poluzowaniu polityki pieniężnej może przyczynić się do wzrostu niepewności w gospodarce.

Na posiedzeniu zgłoszono 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 4 marca 2015 r.**

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

Omawiając sytuację w otoczeniu Polski, członkowie Rady wskazywali na obniżenie się zmienności cen większości instrumentów na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała jednak, że na rynkach finansowych utrzymuje się niepewność związana z sytuacją geopolityczną na Ukrainie oraz ryzykiem dotyczącym ewentualnej restrukturyzacji zadłużenia Grecji. Niepewność ta wynika również z perspektyw niskiego wzrostu gospodarczego, zarówno w strefie euro i Japonii, jak i największych gospodarkach wschodzących, w tym zwłaszcza w Chinach.

Odnosząc się do koniunktury za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę z jednej strony na stabilną dynamikę aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, a z drugiej na wciąż niski – pomimo pewnego przyspieszenia – wzrost gospodarczy w strefie euro. Podkreślano, że dynamika akcji kredytowej w strefie euro pozostaje bliska zera. Część członków Rady wskazywała jednak na rewizję w górę prognoz PKB dla strefy euro. Wśród czynników mogących oddziaływać w kierunku szybszego wzrostu w strefie euro wymieniano przyspieszenie wzrostu gospodarki niemieckiej, spadek cen ropy naftowej, zmniejszenie skali zaciężenia fiskalnego, uruchomienie programu inwestycyjnego Komisji Europejskiej oraz rozpoczęcie silnego łagodzenia ilościowego przez EBC w marcu br.

Oceniając potencjalną skuteczność łagodzenia ilościowego EBC, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie rentowności instrumentów dłużnych w trakcie stosowania podobnych programów w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, co – poprzez obniżenie kosztu kredytu i deprecjację walut – oddziaływało w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali także, że tempo wychodzenia tych krajów z kryzysu było znacznie szybsze niż gospodarek, w których w tym samym czasie utrzymywano bardziej restrykcyjną politykę pieniężną, w tym w strefie euro. Zauważali oni również, że wobec łagodzenia ilościowego przez EBC rośnie ryzyko napływu kapitału portfelowego do krajów o istotnym poziomie dysparytetu stóp procentowych w relacji do strefy euro i w efekcie ryzyko aprecjacji kursów ich walut. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że podczas łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii dodatkowa płynność w jedynie bardzo ograniczonym stopniu była kierowana do sfery realnej, przez co nie przyczyniało się ono – ich zdaniem – do pobudzenia aktywności gospodarczej. Zdaniem tych członków Rady, programy łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych zniekształcały ceny na rynkach aktywów, a przez to przyczyniały się do ponownego narastania nierównowag w tym kraju. Zwracali oni uwagę, że – pomimo wprowadzenia programów łagodzenia ilościowego – tempo wychodzenia gospodarki amerykańskiej z kryzysu gospodarczego jest najwolniejsze od czasów drugiej wojny światowej, choć szybsze niż w strefie euro. Wskazywali oni, że do względnie szybkiej poprawy sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w okresie pokryzysowym przyczyniała się większa elastyczność tych gospodarek.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w innych gospodarkach, część członków Rady wskazywała, że w ostatnim okresie w wielu z nich, w tym zwłaszcza europejskich i największych wschodzących, została ona złagodzona. Zwracali oni także uwagę, że ze względu na spadek inflacji, brak presji płacowej i umocnienie dolara Fed sygnalizuje, że zacieśnienie polityki pieniężnej nie musi nastąpić szybko.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, podkreślano, że w ostatnich miesiącach dynamika cen obniżyła się w wielu krajach, a w większości krajów Unii Europejskiej jest ujemna. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że okres obniżania się cen ropy naftowej prawdopodobnie zakończył się. Jednak większość członków Rady była zdania, że pozostaną one wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Ponadto ze względu na strukturalne zmiany po stronie podaży ropy, presja na wzrost ich cen powinna pozostać niska. Członkowie Rady zwrócili także uwagę na dalsze obniżenie się cen wielu surowców nieenergetycznych w ostatnim okresie, w tym zwłaszcza rolnych.

Dyskutując na temat koniunktury w Polsce wskazywano, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. nieznacznie spowolnił, kształtując się jednak powyżej 3%. Zwracano uwagę, że do wzrostu PKB w IV kw. przyczyniał się nadal głównie wzrost popytu krajowego, w tym stabilna dynamika konsumpcji i wysoki – pomimo pewnego obniżenia – wzrost inwestycji. Część członków Rady podkreślała jednak, że utrzymuje się niepewność co do perspektyw popytu, w tym zwłaszcza zagranicznego, a dane o aktywności gospodarczej w styczniu i wskaźniki koniunktury w lutym nie dają jednoznacznego obrazu koniunktury na początku 2015 r. W tym kontekście wskazywano, że wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej spowolnił w styczniu, natomiast wskaźniki koniunktury w przemyśle kształtowały się w lutym powyżej oczekiwań i sugerują poprawę aktywności oraz wzrost zatrudnienia w tym sektorze. Część członków Rady zwracała także uwagę na utrzymywanie się korzystnych perspektyw inwestycji przedsiębiorstw, popytu i zatrudnienia sygnalizowane przez badania koniunktury NBP. Wskazywali oni, że sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw pozostaje dobra, pozwalając przedsiębiorstwom na finansowanie inwestycji z własnych środków, co mogło – w ocenie niektórych członków Rady – przyczynić się do pewnego obniżenia dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw na początku br. i to pomimo złagodzenia kryteriów przyznawania takich kredytów. W ocenie części członków Rady utrzymywanie się dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw jest częściowo związane ze spadkiem cen ropy w poprzednich miesiącach. Zwracali oni także uwagę, że obniżenie cen ropy przyczynia się również do wzrostu dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym i wyższej konsumpcji prywatnej. Wśród czynników oddziałujących w kierunku wzrostu dochodów do dyspozycji wskazywano także na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy, w tym utrzymujący się wzrost zatrudnienia. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że poprawa perspektyw finansowych gospodarstw domowych przekłada się również na dalsze ożywienie na rynku mieszkaniowym w Polsce i – w konsekwencji – na wzrost aktywności w sektorze budownictwa mieszkaniowego. W ocenie niektórych członków Rady wzrost popytu krajowego spowodowany poprawą terms of trade, związaną ze spadkiem cen ropy może jednak skutkować narastaniem nierównowagi zewnętrznej w przypadku wzrostu cen tego surowca.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kontekście marcowej projekcji zwracano uwagę, że dynamika PKB według projekcji ma być w najbliższych kwartałach stabilna i nieco wzrosnąć, a w całym horyzoncie projekcji kształtować pomiędzy 3 a 4%. W świetle projekcji, do

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

utrzymania stabilnej dynamiki PKB ma się przyczynić stabilny wzrost konsumpcji i wysoka – pomimo pewnego osłabienia w 2016 r. – dynamika inwestycji. Zdaniem niektórych członków Rady dynamika inwestycji może być jednak niższa niż wskazuje centralna ścieżka projekcji, co jest związane z obserwowaną w ostatnich miesiącach niską dynamiką produkcji przemysłowej i utrzymującą się niepewnością co do perspektyw koniunktury za granicą. Niższa od przewidywanej dynamika inwestycji może z kolei przełożyć się na słabszy wzrost PKB w kolejnych kwartałach, a nawet jego dalsze spowolnienie. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że ścieżka centralna marcowej projekcji PKB kształtuje się nieco powyżej tempa wzrostu prognozowanego w listopadowej projekcji. Oceniali oni, że dynamika inwestycji może być wyższa niż przewiduje ścieżka centralna projekcji z uwagi na większe niż założono w projekcji wykorzystanie środków unijnych.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w styczniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła. Część członków Rady wyrażała opinię, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców, przez co nie będzie miała negatywnych skutków gospodarczych, natomiast będzie wspierać wzrost dynamiki PKB, oddziałując w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Część członków Rady była natomiast zdania, że niska dynamika cen w Polsce wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale także niskiej presji popytowej w krajowej gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – ujemny poziom większości miar inflacji bazowej, utrzymujący się od dłuższego czasu spadek cen produkcji sprzedanej oraz ujemny deflator PKB w IV kw. ub.r.

Omawiając perspektywy inflacji, podkreślano, że zgodnie z marcową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, inflacja CPI – pomimo stopniowego wzrostu w kolejnych kwartałach – nie wróci do celu w horyzoncie projekcji. Również inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii ma kształtować się pod koniec horyzontu projekcji poniżej celu inflacyjnego. Część członków Rady zwracała dodatkowo uwagę na utrzymywanie się ujemnej luki popytowej w całym horyzoncie projekcji. Członkowie Rady wskazywali także na prognozowany w marcowej projekcji brak presji płacowej spowodowany oczekiwanym wzrostem wydajności pracy towarzyszącym prognozowanemu przyspieszeniu płac. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że presja płacowa może być obecnie maskowana przez spadek cen surowców na rynkach światowych, który podwyższa realną dynamikę płac i dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Systematycznie rosnąca liczba wakatów w stosunku do liczby bezrobotnych wskazuje – ich zdaniem – że możliwe jest istotne przyspieszenie nominalnych płac po wygaśnięciu tego czynnika.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych w Polsce, część członków Rady podkreślała, że pogłębienie się deflacji oraz dalsze obniżenie prognoz dynamiki cen w przyszłości przyczyniło się do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym. Niektórzy z nich zwracali uwagę, że wysoki poziom realnych stóp procentowych może zniechęcać do podejmowania inwestycji mających na celu zwiększenie potencjału produkcyjnego gospodarki, ponieważ stopa zwrotu z takich inwestycji jest niższa od stopy zwrotu z inwestycji finansowych. Inni członkowie podkreślali również, że w związku z procesem konwergencji realnej gospodarki polskiej do strefy euro, poziom stopy procentowej spójnej z równowagą makroekonomiczną w Polsce najprawdopodobniej obniżył się w ostatnich latach.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że obecny poziom realnych stóp procentowych w gospodarce jest uzasadniony lub nawet zbyt niski, biorąc pod uwagę obecną dynamikę PKB i dążenie do zachowania równowagi makroekonomicznej, w tym zapobieganie narastaniu nierównowagi zewnętrznej i nadmiernemu przyrostowi kredytu. W ocenie niektórych członków Rady na zbyt niski poziom realnych i nominalnych stóp procentowych wskazują wyniki marcowej projekcji PKB i inflacji, zgodnie z którymi – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – deficyt na rachunku obrotów bieżących ma narastać. Członkowie ci zaznaczali ponadto, że stopy nominalne kształtują się na historycznie niskim poziomie, w tym również w porównaniu do krajów wysokorozwiniętych w okresie przed globalnym kryzysem gospodarczym. Podkreślali oni także, że poziom stóp realnych będzie się obniżał wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen.

Dyskutując na temat decyzji o stopach procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na bieżącym posiedzeniu. Wskazywali oni, że od poprzedniego posiedzenia zmniejszyła się zmienność na rynkach finansowych, w tym na rynku walutowym. Podkreślali oni, że wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB potwierdziły ocenę, że dotychczasowy poziom stóp procentowych jest zbyt wysoki, by wspierać powrót inflacji do celu w nadchodzących latach. Wskazywali oni bowiem, że w świetle projekcji marcowej, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, inflacja nie wróci do celu, a luka popytowa pozostanie ujemna w horyzoncie tej projekcji. Zwracali także uwagę na wzrost dysparytetu stóp procentowych w stosunku do najbliższego otoczenia Polski, co może oddziaływać w kierunku wzrostu napływu kapitału zagranicznego i aprecjacji złotego, która dodatkowo pogłębiałaby deflację i opóźniałaby powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obniżenie stóp będzie oddziaływać także w kierunku obniżenia kosztów obsługi długu publicznego, wspierając w ten sposób politykę gospodarczą rządu.

Dyskutując na temat skali obniżenia stóp procentowych i ich docelowego poziomu w obecnym cyklu, większość członków Rady oceniła, że stopy procentowe powinny zostać dostosowane jednorazowo, tak by skala obniżki była istotna, co oddziaływałoby też w kierunku zmniejszenia niepewności co do przyszłej polityki pieniężnej. W tym kontekście członkowie ci byli także zdania, że jednorazowej znacznej obniżce stóp procentowych powinno towarzyszyć stwierdzenie, że taka decyzja stanowi zakończenie obecnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W ocenie większości członków Rady takie stwierdzenie nie uniemożliwiłoby dostosowania stóp procentowych w razie wystąpienia nieoczekiwanych silnych wstrząsów w polskiej gospodarce lub jej otoczeniu.

Z kolei część członków Rady była zdania, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Członkowie ci argumentowali, że deflacja w Polsce wynika głównie z czynników podażowych i – w konsekwencji – nie ma negatywnego wpływu na gospodarkę, a wpływ polityki pieniężnej na procesy inflacyjne jest obecnie ograniczony. Wskazywali oni, że zgodnie z wynikami projekcji marcowej obniżenie stóp procentowych w I połowie 2015 r., tj. zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, nie skutkowałoby wystarczającym wzrostem inflacji, by mogła ona znaleźć się w celu inflacyjnym, jednak mogłoby przyczynić się do pogłębienia nierównowagi zewnętrznej. Jednocześnie w opinii członków Rady będących za pozostawieniem parametrów polityki pieniężnej bez zmian obniżenie stóp procentowych mogłoby oddziaływać w kierunku zwiększenia finansowania nierentownych

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

inwestycji. To z kolei – przy względnie wysokim odsetku niespłacanych kredytów w Polsce – mogłoby oddziaływać w kierunku pogorszenia sytuacji finansowej sektora bankowego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Na posiedzeniu złożono również wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek ten nie był przedmiotem głosowania, ze względu na przyjęcie wniosku o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 15 kwietnia 2015 r.**

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski członkowie Rady wskazywali, że w 2015 r. oczekiwane jest nieznaczne przyspieszenie wzrostu w gospodarce światowej. Zwracano uwagę, że napływające informacje wskazują na poprawę koniunktury w strefie euro, a dane z rynku kredytowego mogą sygnalizować początek ożywienia akcji kredytowej. Wskazywano, że wedle obecnych prognoz dynamika PKB w strefie euro będzie w tym roku prawdopodobnie wyższa niż w ubiegłym. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach wzrostowi aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym sprzyjać może rozpoczęcie programu łągodzenia ilościowego przez EBC, powiązana z tym deprecjacja euro, a także uruchomienie programu inwestycyjnego Komisji Europejskiej. W Stanach Zjednoczonych, pomimo prognozowanego obniżenia dynamiki PKB w pierwszym kwartale, w dalszej części roku oczekiwana jest kontynuacja ożywienia gospodarczego.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że skala ożywienia w strefie euro będzie ograniczana przez wciąż słaby popyt inwestycyjny oraz relatywnie wysokie bezrobocie. W efekcie dynamika PKB w tym obszarze walutowym – pomimo pewnego przyspieszenia – pozostanie niska na tle innych krajów rozwiniętych. Niektórzy członkowie Rady wyrazili ponadto opinię, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro w dłuższym okresie jest nadmierny wzrost popytu w gospodarce niemieckiej w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że ograniczająco na długofalowy wzrost w tym obszarze walutowym może oddziaływać niewystarczający zakres reform strukturalnych we Francji i Włoszech. Część członków Rady podkreślała, że również w Stanach Zjednoczonych ożywienie aktywności jest słabe w stosunku do poprzednich cykli koniunkturalnych. Niższy wzrost PKB w tej gospodarce wynika z niskiej dynamiki inwestycji i wolniejszego wzrostu produktywności. Zdaniem niektórych członków Rady jest to efektem ograniczenia procesu restrukturyzacji przedsiębiorstw, między innymi na skutek utrzymywania historycznie niskich stóp procentowych przez Fed. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wpływ stóp procentowych na restrukturyzację podmiotów gospodarczych jest ograniczony, a jej intensywność jest determinowana głównie przez czynniki instytucjonalne.

Odnosząc się do sytuacji gospodarek wschodzących wskazywano, że w Chinach koniunktura gospodarcza nadal stopniowo się pogarsza, a prognozy wskazują na dalsze spowolnienie dynamiki PKB w tym roku. Podkreślano, że również sytuacja wschodnich partnerów handlowych Polski

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

pozostaje niekorzystna, a w tym roku w Rosji i na Ukrainie prognozowana jest recesja. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że źródłem ryzyka dla sytuacji gospodarek wschodzących – szczególnie tych o mniej korzystnej sytuacji makroekonomicznej – pozostaje ewentualny odpływ kapitału z tych rynków.

Na posiedzeniu zwracano uwagę na stabilizację cen na międzynarodowych rynkach surowcowych. Niektórzy członkowie wskazywali przy tym, że ceny ropy naftowej – po wcześniejszym silnym spadku – od początku roku nieco wzrosły. W ostatnim okresie wyhamowały także spadki cen surowców rolnych i metali przemysłowych. Przyczyniało się to do osłabienia tendencji deflacyjnych w wielu krajach, w tym do zmniejszenia skali deflacji w strefie euro oraz stabilizacji cen w Stanach Zjednoczonych. Dynamika cen na świecie była jednak nadal bardzo niska, a w większości krajów Unii Europejskiej pozostała ujemna.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że w ostatnim okresie została ona złagodzona przez wiele banków centralnych. Wskazywano, że EBC uruchomił program skupu obligacji skarbowych, a także przeprowadził kolejną operację TLTRO, której skala była większa od oczekiwań. Podkreślano również, że Fed wykluczył podwyżkę stóp procentowych w najbliższych dwóch miesiącach, chociaż nadal sygnalizuje, że zacieśnienie polityki pieniężnej nastąpi w tym roku.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki wskazywano, że napływające dane potwierdzają utrzymanie się stabilnego wzrostu aktywności gospodarczej. Część członków Rady wyrażała opinię, że wzrost PKB w I kw. br. prawdopodobnie nieco przyspieszył wobec poprzedniego kwartału. Oceniano, że aktywność gospodarcza wspierana jest w dalszym ciągu przez wzrost popytu krajowego. W tym kontekście zwracano uwagę na nadal dobrą – pomimo pewnego pogorszenia wyników w IV kw. ub.r. – sytuację finansową firm oraz stabilny wzrost kredytów dla przedsiębiorstw, które sprzyjały dalszemu wzrostowi ich aktywności inwestycyjnej. Z kolei popyt konsumpcyjny był nadal wspierany przez wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych przy rosnącym zatrudnieniu oraz przez dalszy przyrost kredytów konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że chociaż sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, to wzrost zatrudnienia wyhamował, a dynamika płac nominalnych w sektorze przedsiębiorstw się obniżyła. Inni członkowie podkreślali, że bezrobocie – pomimo stopniowego spadku – pozostaje relatywnie wysokie, a wynagrodzenia nominalne są nadal niskie w porównaniu do większości krajów europejskich. Członkowie Rady wskazywali ponadto, że czynnikiem ograniczającym wzrost PKB w Polsce pozostawał w I kw. – pomimo pewnego przyspieszenia – niski wzrost popytu zagranicznego.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego większość członków Rady oceniała, że dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie stopniowo rosnąć. Wskazywano, że głównymi źródłami wzrostu PKB pozostanie popyt konsumpcyjny i inwestycyjny. Wraz z postępującą poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro dynamikę PKB wspierać będzie w coraz większym stopniu także wzrost eksportu. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że wzrost PKB może być wyższy niż wskazywany w marcowej projekcji, do czego może przyczyniać się szybsza poprawa sytuacji na rynku pracy, która wraz z wyraźniejszym ożywieniem aktywności gospodarczej za granicą mogłaby oddziaływać w kierunku silniejszego wzrostu konsumpcji i inwestycji prywatnych. Część członków Rady była zdania, że również wzrost inwestycji publicznych może być wyższy niż w projekcji, w związku



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

z szybszą absorpcją środków z UE. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że wzrost PKB w 2015 r. może być nieco niższy niż w projekcji, do czego – ich zdaniem – może się przyczynić spowolnienie aktywności inwestycyjnej firm. Według niektórych członków Rady, w kierunku wolniejszego od prognoz wzrostu PKB może oddziaływać również szybsze wygasanie efektów dodatnich szoków podaźowych, które będzie jednocześnie przyczyniało się do narastania nierównowag zewnętrznych. Wskazywano, że czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB w kolejnych kwartałach mogłaby być również nadmierna aprecjacja złotego. Część członków Rady zaznaczała, że źródłem niepewności dla koniunktury w Polsce pozostaje wpływ luzowania ilościowego EBC na sferę realną strefy euro oraz kształtowanie się cen aktywów zarówno w tym obszarze walutowym, jak i poza nim. Część członków wskazywała, że ocenę perspektyw gospodarczych Polski utrudnia niepewność co do rozwoju sytuacji geopolitycznej na Ukrainie i momentu zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed, a także ryzyko zawirowań związanych z sytuacją w Grecji. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że istnieje wysokie ryzyko wystąpienia silnych wstrząsów na międzynarodowych rynkach finansowych w związku z utrzymywaniem ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że w gospodarce krajowej brak jest nierównowag. W tym kontekście wskazywali oni na stabilną sytuację na rynku nieruchomości, relatywnie niski poziom zadłużenia prywatnego i publicznego, niski deficyt obrotów bieżących oraz bezpieczny poziom zadłużenia zagranicznego Polski.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w lutym roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od oczekiwań. Zarazem podkreślano, że chociaż krótkookresowe prognozy inflacji zostały zrewidowane w dół, przewidywany okres deflacji pozostał niezmienny. Część członków Rady podkreślała, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców energetycznych i żywnościowych. Ze względu na jej głównie podaźowe źródła deflacja – zdaniem tych członków Rady – przyczynia się do zwiększenia siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych oraz obniżenia kosztów przedsiębiorstw, wspierając tym samym wzrost gospodarczy w kraju. Część członków Rady była natomiast zdania, że do niskiej dynamiki cen w Polsce – oprócz czynników zewnętrznych – przyczynia się także brak presji popytowej, na co wskazuje ujemny poziom większości miar inflacji bazowej oraz utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej. Podkreślali oni także, że pomimo stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy presja płacowa pozostaje ograniczona.

Odnosząc się do perspektyw inflacji argumentowano, że zarówno marcową projekcją jak i prognozy krótkookresowe wskazują, że dynamika cen w kolejnych miesiącach pozostanie ujemna, choć będzie stopniowo rosnąć i przed końcem bieżącego roku stanie się dodatnia. Część członków Rady była zdania, że dynamika cen będzie wyższa niż wskazywana w marcowej projekcji, a niektórzy z nich oceniali, że inflacja powróci do celu już w przyszłym roku. Podkreślano, że do osłabienia tendencji deflacyjnych przyczyniać się będzie wygasanie efektów spadku cen surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zwrócili przy tym uwagę, że w bieżącym roku możliwy jest wzrost cen ropy naftowej, co mogłoby dodatkowo oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki cen konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wraz z wygasaniem wpływu szoków podaźowych może dojść do nasilenia presji płacowej, która – ich zdaniem – jest obecnie

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

maskowana przez wzrost siły nabywczej dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikający ze spadku cen energii i żywności. Wzrostowi presji płacowej i przyspieszeniu płac nominalnych sprzyjać będzie – zdaniem tych członków Rady – korzystna dla osób poszukujących zatrudnienia sytuacja na rynku pracy, na co wskazuje wysoka liczba wakatów w stosunku do liczby bezrobotnych. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kolejnych kwartałach dynamika płac będzie zbliżona do tempa wzrostu wydajności pracy, a presja płacowa pozostanie ograniczona. Część członków Rady podkreślała, że czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki cen mogłaby być także aprecjacja złotego, szczególnie w warunkach przedłużającej się niskiej inflacji za granicą.

Członkowie Rady zwracali uwagę na pewne umocnienie kursu złotego w ostatnim kwartale, czemu sprzyjało luzowanie ilościowe EBC. Część członków Rady zaznaczała, że umocnienie złotego może przyczynić się do ograniczenia konkurencyjności cenowej polskiego eksportu.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych kwartałach dynamika cen pozostanie ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie wraz z wygasaniem efektów tych szoków, dynamika cen będzie stopniowo rosła. Do stopniowego wzrostu dynamiki cen będzie się także przyczyniać kontynuacja ożywienia gospodarczego w kraju i poprawa koniunktury za granicą, co – wraz z dokonanym dostosowaniem polityki pieniężnej – ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie.

Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 maja 2015 r.**

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady zwracali uwagę na poprawę sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz na oczekiwany dalszy wzrost dynamiki aktywności w tej gospodarce. Wskazywano przy tym na spadek stopy bezrobocia, wzrost sprzedaży detalicznej i poprawę nastrojów konsumentów w ostatnim okresie. Argumentowano, że czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w strefie euro jest wcześniejszy silny spadek cen surowców. Niektórzy członkowie Rady podkreślali zwłaszcza korzystną sytuację gospodarczą w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – w tym wzrost konsumpcji i poprawę w przemyśle.

Część członków Rady oceniała, że koniunkturę w strefie euro wspiera program luzowania ilościowego Europejskiego Banku Centralnego, który przyczynia się do osłabienia euro i wzrostu konkurencyjności cenowej tego obszaru walutowego. Członkowie ci wskazywali również na inne pozytywne efekty luzowania ilościowego EBC, w tym na złagodzenie kryteriów udzielania kredytów i obniżenie ich oprocentowania, które mogą sugerować początek pobudzenia akcji kredytowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że program luzowania ilościowego EBC może przyczynić się do pobudzenia wzrostu popytu także poprzez efekt majątkowy, związany z wzrostem cen

aktywów, posiadanych przez gospodarstwa domowe. Zauważano też, że luzowanie ilościowe EBC doprowadziło do wzrostu oczekiwań inflacyjnych w strefie euro.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwe negatywne konsekwencje programów luzowania ilościowego, w tym możliwość tworzenia się baniek na rynku aktywów. Część członków Rady oceniała przy tym, że program zakupu aktywów w strefie euro nie ma istotnego wpływu na aktywność w sferze realnej gospodarki. Niektórzy z nich przywoływali w tym kontekście przykład Stanów Zjednoczonych, w których krótkookresowe pozytywne skutki luzowania ilościowego wynikały – ich zdaniem – ze skierowania dużej części programu banku centralnego na zakup aktywów związanych z rynkiem nieruchomości. Wobec tego, że program zakupu aktywów przez EBC w większości dotyczy obligacji skarbowych, jego efekty dla gospodarki realnej będą – ich zdaniem – niewielkie.

Część członków Rady oceniała, że źródłem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro jest dalszy rozwój sytuacji gospodarczej w Grecji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że skutki ewentualnej niewypłacalności tego kraju dla rynków finansowych mogą być ograniczone, ze względu na prowadzony aktualnie program luzowania ilościowego EBC, a także relatywnie niewielki udział sektora prywatnego wśród wierzycieli Grecji.

Analizując sytuację gospodarczą w Stanach Zjednoczonych członkowie Rady zwracali uwagę na spowolnienie dynamiki PKB w I kwartale br. Wskazywano przy tym na czynniki, które mogły niekorzystnie wpłynąć na dynamikę aktywności w tej gospodarce, w tym mroźną zimą, umocnienie dolara, a także wcześniejszy silny spadek cen ropy naftowej, który zmniejszył rentowność i ograniczył inwestycje producentów ropy w tym kraju. Podkreślano, że pogorszenie danych w ostatnim okresie wpłynęło na przesunięcie w czasie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Część członków Rady uznała, że trudno jest obecnie ocenić trwałość tego spowolnienia, przy czym wciąż oczekiwana jest kontynuacja ożywienia. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że od kryzysu gospodarczego trend wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych jest w przybliżeniu stały. Wskazywali oni także, że prognozy wzrostu PKB są tam od kilku lat nadmiernie optymistyczne, co wymusza ich późniejsze rewidowanie w dół. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że negatywnie na długookresowe tempo wzrostu PKB w tej gospodarce mogły wpłynąć programy luzowania ilościowego prowadzone w przeszłości przez Rezerwę Federalną.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że poprawie perspektyw wzrostu w gospodarkach rozwiniętych towarzyszy spowalnianie dynamiki PKB w wielu gospodarkach wschodzących. Wskazywano przy tym na recesję w Rosji i na Ukrainie. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ewentualna ponowna eskalacja konfliktu między tymi krajami stanowi ryzyko dla wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki. Część członków Rady podkreślała również obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego w Chinach. Oceniali oni, że nierównowagi w tej gospodarce, które są widoczne na rynku nieruchomości, a ostatnio także na rynku akcji, stwarzają ryzyko gwałtownego obniżenia się wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że wzrost roli konsumpcji (kosztem inwestycji) we wzroście PKB może ograniczać ryzyko gwałtownego spadku popytu.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

Członkowie Rady wskazywali, że dynamika cen na świecie, w tym w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych wciąż jest bardzo niska, przy czym w strefie euro skala deflacji zmniejszyła się. Podkreślano, że pewnemu wzrostowi cen ropy naftowej na rynkach światowych w ostatnich tygodniach towarzyszyło nieznacznie obniżenie się cen żywności. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że obserwowany spadek cen surowców jest przejawem spadkowej fazy w ramach długookresowego cyklu na rynku surowców. W związku z tym, argumentowali oni, że w najbliższych kilku latach inflacja na świecie pozostanie niska.

Analizując sytuację w gospodarce Polski, członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację poprawy koniunktury oraz na perspektywy stopniowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, związane zarówno z czynnikami wewnętrznymi, jak i oczekiwaną dalszą poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro. Członkowie Rady oceniali, że na kontynuację poprawy koniunktury wskazują dobre dane z sektora przemysłowego, w szczególności w działach przemysłu związanych z eksportem, a także przyspieszenie dynamiki produkcji w budownictwie oraz utrzymywanie się korzystnej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Oceniano, że dane o sprzedaży detalicznej i wskaźniki koniunktury konsumenckiej sugerują utrzymywanie się stabilnego wzrostu konsumpcji. Argumentowano, że koniunkturę wspiera poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym wzrost płac i zatrudnienia. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem sprzyjającym wzrostowi płac w gospodarce może być sygnalizowany wzrost wynagrodzeń w sferze budżetowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na strukturalne problemy polskiej gospodarki: wysoką stopę bezrobocia i niski poziom wynagrodzeń, a przez to niski udział płac w PKB. Czynniki te – argumentowali – ograniczają konsumpcję gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zwracali uwagę na wysoki wzrost inwestycji, wspierający dynamikę krajowej aktywności gospodarczej. Zauważano, że w badaniach koniunktury utrzymuje się znaczny odsetek przedsiębiorstw planujących nowe inwestycje. Część członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach dynamice inwestycji w gospodarce będzie sprzyjać napływ środków z Unii Europejskiej w ramach nowej perspektywy budżetowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na prawdopodobne przyspieszenie dynamiki inwestycji mieszkaniowych, związane z poprawą sytuacji na rynku pracy i spadkiem oprocentowania kredytów. Członkowie ci oceniali również, że przyspieszeniu inwestycji towarzyszyć będzie wysoki wzrost zapasów, które są zwykle silnie procykliczne.

Niektórzy członkowie Rady twierdzili natomiast, że choć w I półroczu br. wzrost inwestycji może spowolnić – co w ich opinii może stanowić odsunięty w czasie skutek osłabienia gospodarczego w II połowie ub.r. – to w kolejnych kwartałach można oczekiwać kontynuacji ich ożywienia. Argumentowali, że kontynuacja dynamicznego wzrostu inwestycji może być związana z ich niskim wzrostem w poprzednich latach. Inni członkowie Rady oceniali, że ze względu na znacznie szybszy wzrost inwestycji niż popytu konsumpcyjnego, dynamika inwestycji może się w kolejnych kwartałach obniżyć.

Analizując akcję kredytową w gospodarce, część członków Rady oceniała, że jej dynamika pozostaje umiarkowana. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym szczególnie uwagę na brak istotnego przyspieszenia dynamiki kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, pomimo spadku stóp

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

oprocentowania tych kredytów. Członkowie ci wskazywali również, że wraz ze spadkiem oprocentowania depozytów terminowych zmalał ich udział w ogóle depozytów gospodarstw domowych, czemu towarzyszyło przyspieszenie napływu oszczędności do funduszy inwestycyjnych.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że po kilku latach zacieśniania polityki fiskalnej, w bieżącym roku wpływ tej polityki na dynamikę popytu w gospodarce będzie prawdopodobnie neutralny. W kontekście finansów publicznych niektórzy członkowie Rady oceniali, że ze względu na spadek deficytu tego sektora, procedura nadmiernego deficytu wobec Polski może zostać zniesiona, co byłoby korzystne z punktu widzenia ratingu polskich obligacji, a przez to kosztów obsługi długu. Inni członkowie Rady twierdzili natomiast, że poziom deficytu sektora finansów publicznych jest stosunkowo wysoki biorąc pod uwagę obecny wzrost popytu krajowego, a wykorzystywane w poprzednich latach źródła ograniczania deficytu się wyczerpały. W rezultacie, oceniali oni, że w przypadku następnego spowolnienia gospodarczego polityka fiskalna może mieć ograniczone możliwości wspierania popytu w gospodarce.

Część członków Rady oceniała, że pomimo ożywienia aktywności gospodarczej, w gospodarce utrzymuje się ujemna luka popytowa. W rezultacie roczna dynamika cen, w tym większość miar inflacji bazowej, pozostaje ujemna. Członkowie ci podkreślali również brak presji kosztowej w gospodarce, przejawiający się dalszym spadkiem cen producenta, związanym z wcześniejszym silnym spadkiem cen surowców, a także umiarkowaną dynamiką płac nominalnych. Przywoływano w tym kontekście badania koniunktury przedsiębiorstw, które wskazują na brak ryzyka pojawienia się presji płacowej w najbliższym okresie. Podkreślano również utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, członkowie ci oceniali, że powrót inflacji do celu będzie następował stopniowo.

Część członków Rady oceniała natomiast, że utrzymująca się deflacja jest rezultatem przede wszystkim szoków podażowych, związanych ze spadkiem cen surowców, a także niskiej inflacji w strefie euro. Niektórzy z tych członków Rady oceniali również, że w kierunku spadku cen w Polsce oddziałuje wpływ embarga na eksport niektórych polskich produktów do Rosji oraz wzrost wydajności pracy. Niektórzy z tych członków Rady podkreślali, że wraz z wygasaniem wpływu szoków podażowych, inflacja w Polsce będzie rosła szybciej niż wskazuje na to marcowa projekcja NBP. Szybszy wzrost inflacji będzie w ich opinii wynikał również z wyższego niż zakłada projekcja wzrostu PKB w Polsce i w jej otoczeniu, któremu towarzyszyć będzie wyższa niż w projekcji dynamika krajowych jednostkowych kosztów pracy. Argumentowali przy tym, że w ich opinii już obecnie dynamika popytu krajowego przekracza dynamikę produktu potencjalnego, co może doprowadzić do pogorszenia salda obrotów bieżących, zwłaszcza w przypadku zahamowania poprawy terms of trade.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych kwartałach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie oczekiwane stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 czerwca 2015 r.**

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady zwracali uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro. Wskazywano, że aktywność gospodarcza w tym obszarze walutowym jest wspierana przez wzrost konsumpcji, związany z obniżającym się bezrobociem, a także ze wzrostem siły nabywczej konsumentów i poprawą sytuacji sektora przedsiębiorstw spowodowanymi spadkiem cen paliw. Podkreślano również, że stopniowo rośnie dynamika inwestycji, którym sprzyjają dobre nastroje przedsiębiorców, wcześniejsza deprecjacja euro i poprawa warunków dostępności kredytów po wprowadzeniu przez EBC programu luzowania ilościowego. Zwracano uwagę, że ożywieniu aktywności w strefie euro towarzyszy wzrost dynamiki akcji kredytowej. Wskazywano również na poprawiającą się koniunkturę w krajach Europy Południowej należących do strefy euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie prognozy wzrostu PKB dla strefy euro zostały podniesione. Członkowie ci oceniali, że wyższa aktywność w tej gospodarce pozytywnie oddziałuje na gospodarkę w Europie Środkowo-Wschodniej.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w Niemczech dynamika PKB w pierwszym kwartale obniżyła się i była niższa niż oczekiwano, choć spowolnienie to mogło być przejściowe. Argumentowano przy tym, że negatywnie na aktywność w tej gospodarce oddziałuje spowolnienie wzrostu PKB w dużych gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie dynamiki niemieckiego eksportu do gospodarek wschodzących może negatywnie – choć w ograniczonym zakresie – wpływać także na dynamikę polskiego eksportu.

Część członków Rady zwracała uwagę, że w Stanach Zjednoczonych w I kw. br. dane o PKB zostały zrewidowane w dół, a dynamika PKB okazała się ujemna. Oceniano, że spowolnienie dynamiki PKB jest związane przede wszystkim z wcześniejszym umocnieniem się dolara, ograniczeniem inwestycji producentów ropy naftowej z łupków po wcześniejszym spadku cen tego surowca oraz mroźną zimą. Jednocześnie wskazywano, że spadek cen paliw – choć silniejszy niż w strefie euro – nie doprowadził do przyspieszenia konsumpcji gospodarstw domowych, lecz do wzrostu stopy oszczędności. Podkreślano, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej utrzymało się również na początku II kw. br. Zwracano uwagę, że wraz z pogorszeniem się danych dotyczących gospodarki Stanów Zjednoczonych w ostatnim okresie, oczekiwania rynków finansowych dotyczące podwyżki stóp procentowych przez Rezerwę Federalną przesunęły się na późniejszy termin.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że istnieje ryzyko osłabienia się globalnej koniunktury ze względu na utrzymujące się globalne nierównowagi związane z nadmiernymi oszczędnościami w części dużych gospodarek, zwłaszcza wschodzących. W tym kontekście wskazywali oni, że czynnikiem ograniczającym wzrost globalnej aktywności może być trudność w pobudzeniu popytu konsumpcyjnego w gospodarkach charakteryzujących się dotychczas wysoką stopą oszczędności.

Analizując sytuację na światowych rynkach finansowych, członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie rentowności obligacji wielu krajów rozwiniętych, w tym krajów strefy euro, wzrosły. Wzrost ten nastąpił pomimo kontynuacji zakupów obligacji przez EBC. Oceniano, że

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

w kierunku wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych i zmienności cen wielu aktywów finansowych oddziałuje niepewność dotycząca sposobu rozwiązania problemu zadłużenia Grecji. Część członków Rady zwracała także uwagę na pewien wzrost cen surowców, w tym przede wszystkim ropy naftowej, na rynkach światowych w ostatnich miesiącach.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki oraz jej perspektywy, członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację ożywienia gospodarczego w I kw. br. Podkreślano, że dynamika PKB w tym okresie była wyższa niż oczekiwano. Wskazywano, że choć dynamika popytu krajowego się obniżyła, to spadek ten wynikał przede wszystkim ze zmniejszenia stanu zapasów. Podkreślano przy tym, że konsumpcja gospodarstw domowych rosła stabilnie, a dynamika inwestycji – pomimo wysokiej bazy statystycznej – przyspieszyła. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni, czemu sprzyjało stopniowe ożywienie gospodarcze w strefie euro. Część z nich zauważała w tym kontekście, że polska gospodarka ma nadwyżkę w handlu zagranicznym od dwóch lat, a w ostatnim okresie pojawiła się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że dane te świadczą o poprawie konkurencyjności polskiej gospodarki oraz o braku istotnych zagrożeń dla równowagi zewnętrznej kraju.

Członkowie Rady oceniali, że konsumpcji gospodarstw domowych sprzyja kontynuacja poprawy sytuacji na rynku pracy. Podkreślano w tym kontekście wzrost liczby pracujących do najwyższego poziomu w historii oraz spadek bezrobocia. Część członków Rady oceniała, że pomimo utrzymania się wzrostu zatrudnienia, presja płacowa w gospodarce się nie pojawiła, o czym świadczy stabilna dynamika jednostkowych kosztów pracy. Przywoływano w tym kontekście również badania koniunktury, które nie wskazują na ryzyko wyraźnego przyspieszenia dynamiki płac w przedsiębiorstwach w najbliższym okresie. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że ze względu na obserwowany wzrost zatrudnienia przestrzeń do podwyżek płac przez przedsiębiorstwa jest ograniczona, biorąc pod uwagę stosunkowo niewielki wzrost produkcji i wydajności pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że w ich opinii obecna stopa bezrobocia jest już niższa niż stopa bezrobocia równowagi, co może oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki płac w przyszłości. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że poziom płac w Polsce jest niski, a ich wyraźny wzrost byłby możliwy przy szybszym wzroście wydajności pracy, czemu sprzyjałaby większa innowacyjność gospodarki.

Odnosząc się do inwestycji, zwracano uwagę na wzrost odsetka firm planujących nowe inwestycje, a także dalszą poprawę koniunktury w budownictwie. Członkowie Rady argumentowali również, że wzrost inwestycji jest wspierany przez bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw i relatywnie wysoki stopień wykorzystania zdolności wytwórczych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że korzystnym wynikiem finansowym przedsiębiorstw sprzyja spadek cen producenta, który w większym stopniu ogranicza koszty produkcji firm niż ich przychody. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na istotny udział kosztów i przychodów finansowych w kształtowaniu wyników przedsiębiorstw. Argumentowali, że w kierunku spadku udziału przychodów finansowych w przychodach przedsiębiorstw ogółem mogłoby oddziaływać przyspieszenie popytu konsumpcyjnego, które zwiększałoby relatywną rentowność sprzedaży w porównaniu do rentowności operacji finansowych.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na stosunkowo wysoki wzrost inwestycji w porównaniu do dynamiki produkcji. Oceniali oni, że w tej sytuacji istnieje ryzyko spowolnienia dynamiki inwestycji w najbliższych kwartałach, nawet pomimo oczekiwanego wzrostu inwestycji finansowanych z funduszy unijnych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że pomimo dobrych danych o PKB w I kw. br., na początku II kw. br. dynamika aktywności gospodarczej mogła się nieco obniżyć, na co wskazuje spadek dynamiki produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i niektórych wskaźników koniunktury. Część członków Rady podkreślała, że choć trudno jest obecnie ocenić trwałość i źródło tego spowolnienia, to najprawdopodobniej było ono przejściowe. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że utrzymujący się wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie sprzyjał kontynuacji ożywienia w gospodarce.

Część członków Rady zwracała uwagę, że w przyszłym roku możliwe jest poluzowanie polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na możliwe odmrożenie płac w sferze budżetowej, a także możliwy wzrost wydatków na świadczenia i zasiłki. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ryzyko rozluźnienia polityki fiskalnej jest związane z oczekiwanym zdjęciem procedury nadmiernego deficytu wobec Polski, a tym samym pojawienia się większej przestrzeni do wzrostu wydatków publicznych. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że deficyt sektora finansów publicznych może wzrosnąć wskutek ewentualnego koniunkturalnego spowolnienia dynamiki produkcji.

Analizując sytuację w sferze finansowej gospodarki, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się stabilny wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego, który wspiera wzrost gospodarczy i nie zagraża przy tym stabilności finansowej. Podkreślali oni, że obniżenie stóp procentowych NBP przyczyniło się do istotnego spadku oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Część członków Rady wskazywała w tym kontekście, że nie ma obecnie żadnych oznak pojawiania się nierównowag na rynku nieruchomości, a ryzyko nadmiernego przyrostu kredytów mieszkaniowych jest ograniczane przez zacieśnianie polityki makroostrożnościowej na skutek obniżania maksymalnego wskaźnika LtV.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w ostatnim okresie, pomimo obniżek stóp procentowych NBP, dynamika kredytu w gospodarce nieco spowolniła. Oceniali oni w związku z tym, że spadek oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw był w ostatnich miesiącach niższy niż ostatnia obniżka stóp procentowych NBP. Członkowie ci zwracali również uwagę na spowolnienie dynamiki depozytów w sektorze bankowym, a także na to, że wzrost udziału kredytów walutowych z utratą wartości może przyspieszyć w przypadku deprecjacji kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że relacja wartości kredytów walutowych do PKB jest relatywnie niska.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich miesiącach dynamika cen konsumpcyjnych wzrosła. Wskazywano, że osłabienie deflacji wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen żywności i energii. Członkowie Rady zwracali uwagę, że prognozy wskazują na dalszy wzrost dynamiki cen. Większość członków Rady oceniała, że powrót inflacji do celu będzie jednak następował stopniowo. Członkowie ci zwracali bowiem uwagę, że ceny produkcji obniżają się już od wielu kwartałów, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



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

i przedsiębiorstw są bardzo niskie. Oceniali ponadto, że luka popytowa w gospodarce pozostaje ujemna, co przejawia się utrzymywaniem wszystkich miar inflacji bazowej na bardzo niskim – a większości tych miar ujemnym – poziomie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że powrót inflacji do celu będzie powolny przede wszystkim ze względu na utrzymywanie się niskiej dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Inni członkowie Rady uznali natomiast, że ze względu na wyraźne ożywienie popytu, wzrost inflacji może być szybszy niż wskazywała ostatnia projekcja.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie oczekiwane stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lipca 2015 r.**

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście bieżącej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą oraz wyników lipcowej projekcji inflacji i PKB.

Analizując kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, zwracano uwagę na utrwalające się ożywienie gospodarcze w strefie euro. Wskazywano, że trwałemu wzrostowi aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym sprzyja dalszy spadek bezrobocia, wcześniejsza silna deprecjacja euro oraz dobre nastroje konsumentów i przedsiębiorców. Zaznaczano, że wraz z poprawą koniunktury i rosnącą dostępnością finansowania, zwiększa się tam także dynamika akcji kredytowej. Zwracano także uwagę na dobrą sytuację gospodarczą oraz korzystne prognozy PKB dla Niemiec, będących głównym partnerem handlowym Polski. Część członków Rady wskazywała ponadto na przejściowy charakter spowolnienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w I kwartale. Członkowie ci zaznaczali, że o korzystnych perspektywach tej gospodarki świadczy dobra sytuacja na rynku pracy, poprawa sytuacji na rynku nieruchomości oraz przyspieszający wzrost sprzedaży detalicznej.

Część członków Rady podkreślała, że pomimo poprawy koniunktury w strefie euro, wzrost aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym pozostaje relatywnie niski. Zwracano także uwagę, że ryzykiem dla dalszego ożywienia gospodarczego w strefie euro może być ewentualna niewypłacalność Grecji i jej wystąpienie z tego obszaru walutowego. Podkreślano, że dotychczas reakcja rynków finansowych na sytuację w Grecji była umiarkowana. Jednocześnie wskazywano, że niepowodzenie negocjacji z wierzycielami może negatywnie oddziaływać na nastroje podmiotów gospodarczych i koniunkturę w strefie euro i na świecie. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że obecnie efekty niewypłacalności Grecji byłyby prawdopodobnie słabsze niż gdyby miała ona miejsce w poprzednich latach.

Część członków Rady wskazywała także, że istotnym czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarki globalnej pozostaje słaba koniunktura w największych gospodarkach wschodzących. Argumentowano, że relatywnie niski wzrost aktywności w tych gospodarkach oddziałuje negatywnie na dynamikę eksportu krajów rozwiniętych, w tym Niemiec. Wskazywano w szczególności na gorszą

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

niż w poprzednich latach koniunkturę w Chinach i skutki przeinwestowania na rynku nieruchomości w tym kraju. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady ocenili, że negatywny wpływ na sytuację gospodarczą w Chinach oraz nastroje na światowych rynkach finansowych może mieć także silny spadek cen akcji na giełdach w tym kraju.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych na świecie, wskazywano na wzrost dynamiki cen w wielu gospodarkach w ostatnim okresie. Zaznaczano jednak, że wobec umiarkowanego wzrostu w gospodarce globalnej oraz utrzymujących się stosunkowo niskich cen surowców, presja inflacyjna w gospodarce globalnej pozostaje bardzo niska. Zwracano uwagę, że zarówno w strefie euro, Stanach Zjednoczonych, jak i średnio w krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika cen jest jedynie nieznacznie wyższa od zera.

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych wskazywano, że ceny ropy naftowej w ostatnim okresie nieznacznie się obniżyły. Z kolei ceny surowców rolnych silnie wzrosły w reakcji na obawy o niskie zbiory związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że główne banki centralne utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera. Jednocześnie podczas gdy EBC zapowiada kontynuację skupu aktywów przynajmniej do września 2016 r., Fed sygnalizuje rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych jeszcze w bieżącym roku. Niektórzy członkowie Rady zaznaczyli ponadto, że w ostatnim okresie politykę pieniężną złagodziły niektóre banki centralne w najbliższym otoczeniu Polski – Szwecji, Norwegii i Węgier – a także banki największych gospodarek wschodzących – Indii, Rosji i Chin.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki część członków wyrażała opinię, że dynamika PKB w II kwartale br. utrzymała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Członkowie Rady oceniali, że głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostała prawdopodobnie konsumpcja, której sprzyjał dalszy wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych oraz ich pozytywne nastroje. Wskazywano, że dynamikę aktywności gospodarczej w II kw. wspierał także dalszy wzrost inwestycji. Argumentowano, że aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw sprzyjała ich dobra sytuacja finansowa, umożliwiająca finansowanie projektów inwestycyjnych ze środków własnych. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej na początku II kwartału oraz sprzedaży budowlano-montażowej w maju, a także jedynie umiarkowany wzrost sprzedaży detalicznej. Niektórzy z tych członków Rady ocenili, że może to sygnalizować stabilizację wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach na poziomie zbliżonym do I kwartału lub nawet jego nieznaczne osłabienie.

Członkowie Rady ocenili, że sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra. W szczególności ma miejsce dalszy wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Część członków Rady podkreślała jednak, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ustabilizowała się, a wzrost płac nominalnych w tym sektorze spowolnił w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że dynamika płac realnych pozostaje wysoka i przekracza dynamikę wydajności pracy. W opinii tych członków utrzymanie takiej sytuacji – na co wskazuje lipcowa projekcja – może przyczyniać się do niekorzystnych zmian strukturalnych w gospodarce, w szczególności hamować dalszy wzrost udziału

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

przemysłu w wartości dodanej. Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że relatywnie szybki wzrost płac realnych jest uzasadniony, biorąc pod uwagę relatywnie niski udział płac w PKB w Polsce. Członkowie ci wyrażali opinię, że wysoka dynamika płac realnych nie musi mieć negatywnych skutków dla gospodarki, ponieważ wraz z rosnącym zaawansowaniem technologicznym i innowacyjnością produkcji rosnąć będzie wydajność pracy.

Analizując sytuację w sferze finansowej gospodarki polskiej członkowie Rady zaznaczali, że wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego w ostatnim okresie nieco spowolnił. Wskazywano, że wzrostowi dynamiki depozytów bieżących towarzyszył spadek dynamiki depozytów terminowych. Jednocześnie przyspieszył wzrost gotówki w obiegu. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że źródłem ryzyka dla stabilności finansowej może być utrzymujący się szybki wzrost kredytów mieszkaniowych w złotych, przy rosnącym udziale gospodarstw domowych, których dochody – po pokryciu kosztów odsetkowych – są niższe niż minimum socjalne. Członkowie ci byli również zdania, że negatywnym zjawiskiem jest rosnący odsetek firm, które nie są w stanie pokryć płatności odsetkowych z wypracowanego zysku. Większość członków Rady oceniała jednak, że w sferze finansowej brak jest obecnie nierównowag oraz wyraźnych ryzyk ich powstania w przyszłości. Część z tych członków Rady podkreślała, że dynamika kredytów mieszkaniowych w ujęciu transakcyjnym obniżyła się do poziomu najniższego od ponad dekady. Zaznaczali oni także, że ryzyko nadmiernego przyrostu kredytów mieszkaniowych w przyszłości będzie ograniczane przez systematyczne zacieśnianie polityki makroostrożnościowej na skutek obniżania maksymalnego wskaźnika LtV. Odnosząc się do zdolności przedsiębiorstw do realizacji zobowiązań kredytowych, członkowie ci zwracali uwagę, że udział kredytów z opóźnieniem w spłacie nie zwiększa się i pozostaje na umiarkowanym poziomie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kontekście lipcowej projekcji zwracano uwagę, że dynamika PKB ma być w całym horyzoncie relatywnie stabilna i zbliżona do 3,5%. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że centralna ścieżka lipcowej projekcji kształtuje się nieco powyżej tempa wzrostu prognozowanego w projekcji marcowej. W świetle aktualnej projekcji, wzrost gospodarczy ma być w całym horyzoncie wspierany przede wszystkim rosnącą konsumpcją, a także nadal relatywnie wysoką – pomimo pewnego osłabienia w drugiej połowie 2016 r. – dynamiką inwestycji. Część członków Rady zaznaczała, że przy prognozowanym wzroście PKB, luka popytowa domknie się w bieżącym roku i w kolejnych latach będzie zbliżona do zera.

Zdaniem niektórych członków Rady wzrost gospodarczy może być jednak szybszy niż wskazuje centralna ścieżka projekcji. Do wyższej dynamiki PKB może przyczynić się – zdaniem tych członków Rady – nieco słabszy niż uwzględniono w projekcji kurs złotego. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że w kierunku deprecjacji złotego oddziaływać może ryzyko polityczne związane z wyborami parlamentarnymi, a także – rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych przez Fed.

Część członków Rady zwracała z kolei uwagę na ryzyka w dół dla prognozowanej ścieżki wzrostu gospodarczego. W szczególności wskazywano, że ewentualna niewypłacalność Grecji i jej wyjście ze strefy euro mogłoby przyczynić się do wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych. To z kolei – zdaniem tych członków Rady – mogłoby skutkować wzrostem kosztów obsługi długu, a także odpływem kapitału portfelowego z Polski i deprecjacją złotego zwiększającą obciążenia podmiotów gospodarczych z tytułu kredytów walutowych. Niekorzystny rozwój sytuacji Grecji mógłby także przyczynić się do pogorszenia koniunktury w strefie euro, co z kolei miałoby negatywny wpływ na

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

aktywność gospodarczą w Polsce. Większość członków Rady była jednak zdania, że wpływ zaburzeń związanych z Grecją na polską gospodarkę będzie prawdopodobnie ograniczony.

Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem niepewności jest kształt polityki fiskalnej w przyszłym roku. Członkowie ci podkreślali, że istnieje ryzyko jej poluzowania, szczególnie wobec zdjęcia procedury nadmiernego deficytu wobec Polski.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę na stopniowy wzrost dynamiki cen. Część członków Rady podkreślała jednak, że osłabienie deflacji wynikało wyłącznie ze wzrostu dynamiki cen żywności i energii. Jednocześnie większość członków Rady oceniała, że wobec umiarkowanego wzrostu popytu i płac nominalnych oraz nadal ujemnej luki popytowej, w gospodarce nie występuje presja inflacyjna. Wskazuje na to – w opinii tych członków Rady – nadal bardzo niski poziom inflacji bazowej oraz dalszy spadek cen produkcji sprzedanej w ujęciu rocznym. Członkowie Rady zwracali również uwagę na pozostające na bardzo niskim poziomie oczekiwania inflacyjne.

Omawiając perspektywy inflacji podkreślano, że zgodnie z lipcową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, dynamika cen w IV kw. br. wzrośnie powyżej zera i w kolejnych latach będzie stopniowo zmierzać w kierunku celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że dynamika cen może być niższa niż wskazuje centralna ścieżka projekcji. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że dynamika cen będzie prawdopodobnie wyższa od wskazywanej w lipcowej projekcji, do czego przyczynić się może nieco słabszy kurs złotego, niż uwzględniono w projekcji, a także wyższa od przyjętej dynamika cen energii i żywności.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych większość członków Rady uznała, że w kolejnych latach prawdopodobny jest stopniowy wzrost inflacji w kierunku celu, ale nie ma zagrożenia przekroczenia celu w średnim okresie. Jednocześnie projekcja i prognozy zewnętrzne wskazują, że wzrost gospodarczy w kolejnych latach będzie zbliżony do potencjalnego i nie powinien prowadzić do pojawienia się nierównowag w gospodarce. Ponadto na rynku pracy utrzymuje się korzystna sytuacja, której nie towarzyszy jednak wzrost presji płacowej. W takiej sytuacji, a także uwzględniając to, że wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen będzie się obniżał poziom realnych stóp procentowych, uzasadniona jest stabilizacja poziomu nominalnych stóp procentowych na obecnym poziomie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że przy utrzymaniu nominalnych stóp na niezmiennym poziomie i stopniowym wzroście dynamiki cen realne stopy procentowe mogą w przyszłym roku zbliżyć się do zera. Ponadto członkowie ci wyrażali opinię, że niska dynamika cen energii i żywności maskuje presję płacową w gospodarce i zawiąże saldo obrotów bieżących, przez co – wraz z ustąpieniem szoków powodujących niskie ceny surowców i żywności – w gospodarce mogą zacząć narastać nierównowagi makroekonomiczne. Z tych względów w kolejnych kwartałach uzasadnione może być – ich zdaniem – rozważenie podwyższenia stóp procentowych.

Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że obecnie trudno określić kierunek przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą sytuacji w otoczeniu Polski i jej wpływu na polską gospodarkę.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 września 2015 r.**

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

Odnosząc się do koniunktury w otoczeniu Polski wskazywano, że w strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, któremu sprzyja poprawa sytuacji na rynku pracy i korzystne nastroje podmiotów gospodarczych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost PKB w II kw. nieco spowolnił, a napływające dane za III kw. nie wskazują jednoznacznie na ponowne przyspieszenie aktywności gospodarczej. Podkreślano natomiast, że wraz z uruchomieniem trzeciego programu pomocowego dla Grecji spadło ryzyko niewypłacalności tego kraju w najbliższym okresie, a przez to obniżyło się krótkookresowe ryzyko negatywnych skutków sytuacji w Grecji dla koniunktury w strefie euro. Część członków Rady zwracała także uwagę na korzystne informacje dotyczące koniunktury w Stanach Zjednoczonych, w tym dane o wzroście dynamiki PKB w II kw. i dobrej sytuacji na rynku pracy.

Ważną kwestią dotyczącą sytuacji za granicą wskazywaną przez członków Rady było dalsze osłabienie koniunktury w głównych gospodarkach rozwijających się i związane z tym pogorszenie perspektyw wzrostu dla gospodarki światowej. W tym kontekście wskazywano na pogłębienie się recesji w Rosji i Brazylii. Zaznaczano jednak, że głównym czynnikiem ryzyka dla światowego wzrostu jest możliwość silniejszego niż dotychczas oczekiwano spowolnienia w Chinach. Argumentowano, że dalsze osłabienie aktywności gospodarczej w Chinach może przyczynić się do ograniczenia chińskiego popytu na produkty z innych krajów, co może obniżyć dynamikę globalnego wzrostu gospodarczego. Część członków Rady była zdania, że wpływ spowolnienia w Chinach na globalną koniunkturę będzie zwiększany przez mogące towarzyszyć temu równoczesne obniżenie się wzrostu w innych gospodarkach azjatyckich. Wskazywano, że głównym kanałem wpływu spowolnienia w Chinach na Polskę jest możliwość spadku dynamiki niemieckiego eksportu i PKB, co w konsekwencji wpływałoby negatywnie na wzrost polskiego eksportu. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wobec ograniczonego udziału Chin w eksporcie Niemiec, spowolnienie w Chinach będzie miało niewielki wpływ na dynamikę niemieckiego PKB, a przez to także koniunkturę w Polsce. Niektórzy członkowie oceniali także, że w dłuższym okresie możliwa jest – szczególnie w warunkach rosnących płac realnych – zmiana struktury wzrostu popytu w Chinach na rzecz zwiększenia udziału popytu konsumpcyjnego w PKB, co wspierałoby wzrost eksportu z gospodarek rozwiniętych do Chin.

Członkowie Rady podkreślali, że pogorszenie koniunktury w Chinach i innych gospodarkach rozwijających się skutkuje także ograniczeniem ich popytu na surowce. Oceniano, że był to istotny czynnik prowadzący do ponownego spadku cen na globalnych rynkach surowcowych w ostatnim okresie. Zaznaczano, że w przypadku części surowców spadkom ich cen sprzyjała także rosnąca podaż. Podkreślano, że nawet niekorzystna sytuacja podażowa związana z suszą w niektórych krajach, nie zahamowała spadków cen surowców rolnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ceny surowców są prawdopodobnie w długookresowej tendencji spadkowej, co może oddziaływać w kierunku wydłużenia okresu bardzo niskiej dynamiki cen na świecie.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

Odnosząc się do procesów cenowych na świecie, wskazywano, że globalna inflacja pozostaje bardzo niska. Część członków Rady podkreślała, że ponowny spadek cen surowców oraz osłabienie juana i innych walut krajów rozwijających się będą sprzyjać utrzymaniu się niskiej inflacji na świecie w kolejnych kwartałach.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że utrzymuje się niepewność dotycząca momentu rozpoczęcia cyklu podwyższenia stóp procentowych przez Rezerwę Federalną. EBC kontynuuje natomiast program skupu aktywów, ponadto pojawiają się sygnały wskazujące na możliwość jego rozszerzenia lub wydłużenia. Wskazywano także na złagodzenie polityki pieniężnej przez Bank Chin, w tym dewaluację juana. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie politykę pieniężną ponownie złagodził Bank Węgier oraz Riksbank.

Omawiając sytuację na światowych rynkach finansowych wskazywano na spadek wielu cen aktywów oraz ich podwyższoną zmienność w ostatnim okresie. Istotnym czynnikiem prowadzącym do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych były sygnały silniejszego osłabienia koniunktury w Chinach oraz silny spadek tamtejszych cen akcji. Podkreślano, że wraz z dewaluacją juana przyczyniło się to także do osłabienia walut wielu gospodarek wschodzących. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zbliżające się zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed może nasilić presję na osłabienie walut krajów wschodzących, co w gospodarkach o znacznym zadłużeniu walutowym przedsiębiorstw zwiększa ryzyko wystąpienia kryzysów walutowych. W efekcie może nastąpić dalsze pogorszenie nastawienia inwestorów wobec rynków wschodzących. Członkowie ci wskazywali, że dodatkowym źródłem wstrząsów na międzynarodowych rynkach finansowych mogłoby być pęknięcie baniek na innych rynkach aktywów, do których postawiana przyczyniła się – ich zdaniem – niekonwencjonalna polityka banków centralnych. Podkreślali oni także w tym kontekście, że – ze względu na silne powiązania gospodarcze i finansowe – wystąpienie jednego wstrząsu w otoczeniu Polski zwiększa prawdopodobieństwo materializacji innych czynników ryzyka. W efekcie ewentualne wstrząsy mogłyby wywierać silny negatywny wpływ na koniunkturę w gospodarce globalnej, w tym na aktywność gospodarczą w strefie euro.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki wskazywano na nieznaczne osłabienie wzrostu PKB w II kw. Podkreślano, że podczas gdy wzrost konsumpcji był stabilny, obniżyła się dynamika inwestycji i wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost PKB był nadal szybszy od wzrostu produktu potencjalnego. Część członków Rady zwracała natomiast uwagę na niższą od oczekiwań dynamikę produkcji i sprzedaży detalicznej w lipcu oraz spadek wskaźnika PMI w sierpniu, co może sygnalizować osłabienie tendencji wzrostowych. Wskazywano też, że na koniunkturę w niektórych sektorach w III kw. mogły negatywnie wpływać efekty suszy oraz przejściowe ograniczenia w dostawie energii elektrycznej.

Część członków Rady wskazywała, że niewielkiemu spowolnieniu wzrostu PKB towarzyszyło pewne obniżenie dynamiki płac i liczby pracujących w gospodarce. Mimo to, członkowie Rady oceniali, że sytuacja na krajowym rynku pracy pozostała dobra, czego efektem jest nadal wysoka dynamika płac w ujęciu realnym, obniżająca się stopa bezrobocia oraz rosnące prawdopodobieństwo znalezienia pracy.

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

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego większość członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB prawdopodobnie utrzyma się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w pierwszym półroczu 2015 r. Utrzymaniu stabilnego wzrostu PKB będą sprzyjać czynniki krajowe, w tym dobra sytuacja na rynku pracy i sektorze przedsiębiorstw, wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych oraz wysoka dostępność i relatywnie niski koszt kredytu. Wzrost aktywności w większości sektorów może być także wspierany przez niskie ceny surowców oraz pewne osłabienie kursu złotego w ostatnich miesiącach. W kierunku utrzymania stabilnego wzrostu powinno także oddziaływać ożywienie gospodarcze w strefie euro. Z kolei w kierunku osłabienia dynamiki PKB może oddziaływać pogorszenie koniunktury w Chinach i innych krajach rozwijających się.

Większość członków Rady podkreślała jednocześnie, że wobec pogorszenia perspektyw wzrostu w krajach rozwijających się, a także uwzględniając nieco gorsze od oczekiwań dane z polskiej gospodarki w ostatnim okresie, zwiększyło się ryzyko pewnego osłabienia dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Zdaniem niektórych członków Rady wzrosło ryzyko silnego wstrząsu zewnętrznego, który – poprzez osłabienie wzrostu gospodarczego u partnerów handlowych Polski, a także pogorszenie nastawienia inwestorów do aktywów z rynków wschodzących – mógłby doprowadzić do spowolnienia wzrostu PKB w Polsce.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w świetle takich uwarunkowań istotne jest utrzymanie wysokiej odporności polskiej gospodarki na zewnętrzne wstrząsy i wspieranie długofalowego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym potrzebę zwiększenia innowacyjności gospodarki, a także likwidacji barier rozwoju dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Ich zdaniem może to przyczynić się do wzrostu wydajności pracy i w efekcie przyspieszenia wzrostu płac oraz wartości dodanej zawartej w polskich produktach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że ze względu na zbliżające się wybory parlamentarne pojawiają się propozycje zmian w zakresie polityki gospodarczej, które – jeśli będą realizowane – negatywnie wpłyną na stan finansów publicznych, a przez to będą osłabiać odporność polskiej gospodarki na zewnętrzne wstrząsy.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym członkowie Rady oceniali, że przyrost kredytu dla sektora prywatnego pozostaje umiarkowany. Wskazywano, że czynnikiem niepewności dla sektora bankowego, a przez to także akcji kredytowej są prace parlamentarne nad ewentualnym przewalutowaniem części kredytów denominowanych w walutach obcych. Zaznaczano, że wprowadzenie rozważanych dotychczas rozwiązań regulacyjnych w tym zakresie może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki akcji kredytowej oraz ograniczenia dochodów podatkowych. Ponadto może ono skutkować koniecznością podwyższenia kapitałów przez część banków.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo utrzymywania się deflacji, stopniowo zmniejsza się jej skala. Większość członków Rady oceniała jednak, że wobec nadal ujemnej luki popytowej, umiarkowanego wzrostu płac nominalnych i spadku cen surowców na rynkach światowych, nadal nie ma presji inflacyjnej. Część członków zwracała także uwagę na utrzymywanie się deflacji cen produkcji sprzedanej przemysłu, która może się wydłużyć ze względu na ponowne spadki cen surowców. Członkowie ci wskazywali jednak, że utrzymujący się

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

spadek cen produkcji nie miał dotychczas wyraźnie negatywnego wpływu na sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw.

Omawiając perspektywy inflacji członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie prawdopodobnie nadal stopniowo rosła, na co wskazuje większość prognoz. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwość spowolnienia powrotu dynamiki cen do dodatniego poziomu w kolejnych kwartałach ze względu na ponowne spadki cen surowców na rynkach światowych. Czynnikiem ryzyka dla przyspieszenia dynamiki cen jest także możliwość silniejszego spowolnienia gospodarczego w Chinach, obniżającego wzrost popytu w innych krajach, a także efekty dewaluacji juana obniżającej ceny importu chińskich produktów. Niektórzy członkowie podkreślali natomiast, że w kierunku wzrostu dynamiki cen w najbliższym okresie może oddziaływać wzrost cen warzyw i owoców związany z suszą, która ograniczyła krajową produkcję tych produktów.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych większość członków Rady uznała, że wobec oczekiwanego utrzymania się stabilnego wzrostu gospodarczego, który nie będzie prowadził do powstania nierównowag w gospodarce, a jednocześnie stopniowego wzrostu dynamiki cen w kierunku celu inflacyjnego uzasadniona jest stabilizacja nominalnych stóp procentowych na obecnym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że stabilizacja stóp procentowych wspiera odporność polskiej gospodarki na wstrząsy, szczególnie wobec znacznej niepewności co do perspektyw globalnej koniunktury i podwyższonej zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realne stopy procentowe ex ante w Polsce, czyli po uwzględnieniu prognoz inflacji kształtują się na niskim poziomie.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kolejnych miesiącach uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Za takim scenariuszem przemawia – ich zdaniem – perspektywa wzrostu dynamiki cen w warunkach prawdopodobnego dalszego ożywienia koniunktury. Podwyższenie stóp powinno być także rozważane – ich zdaniem – ze względu na wzrost ryzyka silnych wstrząsów zewnętrznych, albowiem zwiększałoby ono przestrzeń dla łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia negatywnych wstrząsów.

Większość członków Rady wskazywała, że ze względu na możliwość silniejszego spowolnienia gospodarczego w Chinach oraz ponowny spadek cen surowców zwiększyła się niepewność dotycząca aktywności gospodarczej i procesów cenowych w Polsce, a bilans ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji przesunął się w dół. Jednakże członkowie ci oceniali, że najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 października 2015 r.**

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

Omawiając aktywność gospodarczą w otoczeniu Polski i jej perspektywę, członkowie Rady wskazywali na obniżenie formułowanych przez ośrodki zewnętrzne prognoz wzrostu PKB na świecie



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

i w strefie euro. Zwracali oni uwagę na dalsze pogorszenie danych z Chin w zakresie produkcji przemysłowej oraz popytu inwestycyjnego, przy stabilnym jednak wzroście popytu konsumpcyjnego. Podkreślali jednocześnie, że utrzymuje się znaczna niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w tym kraju. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że obniżenie wzrostu w Chinach wynika głównie ze zmiany modelu gospodarczego w tym kraju na model oparty w większym stopniu na wzroście popytu konsumpcyjnego. Ta zmiana w dłuższej perspektywie powinna oddziaływać korzystnie na sytuację branż oferujących towary i usługi dla gospodarstw domowych na całym świecie, a zatem również na sytuację gospodarczą eksportujących je krajów.

Członkowie Rady wyrażali opinię, że spowolnienie w Chinach i w innych krajach rozwijających się miało do tej pory ograniczony wpływ na aktywność gospodarczą u głównych partnerów handlowych Polski, lecz nie można wykluczyć, że będzie on większy w przyszłości. W strefie euro utrzymuje się umiarkowane ożywienie, wspierane głównie przez poprawę sytuacji na rynku pracy i wzrost popytu konsumpcyjnego, choć sytuacja w poszczególnych krajach członkowskich unii walutowej jest zróżnicowana. W Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, wzrost aktywności gospodarczej pozostał stabilny. Ponadto – w świetle danych ankietowych – utrzymał się wysoki poziom zamówień eksportowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że struktura spowolnienia gospodarczego w Chinach – polegającego na obniżeniu dynamiki inwestycji i związanej z nimi produkcji przemysłowej – może być niekorzystna dla Niemiec z uwagi na istotne znaczenie dóbr kapitałochłonnych w niemieckim eksporcie do Chin.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że choć dane o aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych były w ostatnim okresie nieco gorsze od oczekiwań, tym niemniej wciąż wzrost PKB w tym kraju jest wysoki na tle innych głównych gospodarek rozwiniętych, do czego przyczynia się dalsza poprawa na rynku pracy. Zwrócili oni jednak uwagę, że współczynnik aktywności zawodowej w Stanach Zjednoczonych jest najniższy od lat 70-tych, co może wskazywać na niskie wykorzystanie zasobów w tej gospodarce.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady podkreślali, że nowa fala spadku cen surowców w ostatnich miesiącach przełożyła się na obniżenie inflacji w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro, gdzie dynamika cen była we wrześniu ponownie ujemna. Zwracali oni także uwagę na obniżenie oczekiwań inflacyjnych w strefie euro oraz na rewizje w dół prognoz inflacji w wielu krajach rozwiniętych.

Członkowie Rady wskazywali na utrzymującą się niepewność dotyczącą perspektyw polityki pieniężnej za granicą. Podkreślali, że w świetle oczekiwań rynków finansowych Rezerwa Federalna może odłożyć w czasie podwyżki stóp procentowych. Z kolei Europejski Bank Centralny nie wyklucza rozszerzenia swojego programu zakupu aktywów finansowych, co – w ocenie niektórych członków Rady – oddziałując w kierunku wyższej aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech, może być korzystne również dla polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że na rynkach finansowych utrzymuje się podwyższona zmienność, której towarzyszy dalsza deprecjacja walut wielu krajów wschodzących, w tym – choć w znacznie mniejszym stopniu – złotego.

W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że łagodna polityka pieniężna głównych banków centralnych przyczyniała się w ostatnich latach do silnego wzrostu cen aktywów i nieruchomości. Wskazali oni na ryzyko gwałtowniejszej niż obserwowano ostatnio korekty cen aktywów na świecie, której skala może być wzmacniana przez niską płynność na niektórych rynkach. Podkreślali oni, że perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych zwiększa ryzyko wystąpienia kryzysu zadłużeniowego w wielu krajach rozwijających się, zwłaszcza w tych, gdzie w ostatnich latach znacząco wzrosła skala emisji papierów dłużnych denominowanych w dolarze amerykańskim. Zdaniem tych członków Rady, taki kryzys mógłby – przez powiązania gospodarcze i finansowe – przenieść się do innych gospodarek, w tym do niektórych krajów członkowskich strefy euro.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że pomimo zewnętrznych ryzyk, uwarunkowania dla wzrostu gospodarczego w Polsce pozostają korzystne. Jako główne czynniki wspierające wzrost członkowie Rady wskazywali wciąż dobrą sytuację na krajowym rynku pracy, poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw, wysoki stopień wykorzystania zdolności wytwórczych oraz stabilny przyrost akcji kredytowej. Korzystnie na tempo wzrostu powinna wpływać również wysoka cenowa konkurencyjność polskiej gospodarki, przy utrzymującym się ożywieniu gospodarczym u głównych partnerów handlowych. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w miesiącach letnich dynamiki produkcji i sprzedaży detalicznej były niższe od oczekiwań, a niektóre wskaźniki koniunktury w przemyśle we wrześniu obniżyły się do najniższych od roku poziomów, co może sygnalizować osłabienie tendencji wzrostowych. Niektórzy z nich wyrażali opinię, że wyhamowanie wzrostu aktywności w polskim przemyśle w ostatnim okresie może mieć charakter cykliczny, natomiast inni uważali, że ma ono raczej związek z dostosowaniem wielkości produkcji przemysłowej do obniżonego popytu na dobra trwałego użytku i dobra inwestycyjne w gospodarce światowej.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy wzrost zatrudnienia i systematyczny spadek stopy bezrobocia, a także umiarkowany wzrost płac. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że kontynuacja zatrudnienia przy umiarkowanej dynamice płac świadczy o utrzymaniu przez przedsiębiorstwa pozytywnej oceny w zakresie przyszłej koniunktury. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że na rynku pracy zwiększa się niedopasowanie, wynikające z trudności z pozyskiwaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. W konsekwencji skala poprawy sytuacji na rynku pracy, mierzona wzrostem zatrudnienia, w ostatnich miesiącach nieco się zmniejszyła.

W trakcie dyskusji na temat sytuacji finansowej gospodarstw domowych, zwracano uwagę na wzrost stopy dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych w ostatnim okresie. Zdaniem części członków Rady prawdopodobny wzrost skłonności do oszczędzania może ograniczać wzrost konsumpcji w kolejnych kwartałach. Większość z nich podkreślała jednocześnie, że w dłuższym okresie wzrost stopy oszczędności jest korzystny dla polskiej gospodarki, choć niektórzy z nich uważali, że może on wpływać niekorzystnie na popyt zagregowany zarówno w krótkim, jak i w dłuższym okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali dodatkowo na pewne przyspieszenie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach.

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

Odnosząc się do sytuacji finansowej przedsiębiorstw, członkowie Rady wskazywali na jej poprawę, w tym na ponowny wzrost zysków firm. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na wzrost dynamiki kredytów korporacyjnych w ostatnim okresie, związany z przyspieszeniem wzrostu kredytów bieżących, przy stabilnej dynamice kredytów inwestycyjnych.

Członkowie Rady podkreślali również, że sytuacja w sektorze finansowym jest stabilna. Podtrzymali jednak ocenę, że ewentualne przewalutowanie części kredytów denominowanych w walutach obcych pozostaje istotnym czynnikiem niepewności, mogącym niekorzystnie wpłynąć na sytuację w polskim sektorze bankowym.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, członkowie Rady oceniali, że powinien być on zbliżony do prognozowanego w lipcowej projekcji NBP. Podkreślali oni jednocześnie, że – głównie z uwagi na procesy zachodzące w ostatnich miesiącach w otoczeniu polskiej gospodarki – od czasu publikacji projekcji ryzyka dla wzrostu gospodarczego nieco się zwiększyły. Członkowie Rady wskazywali też, że wzrost ekspansywności polityki fiskalnej, związany zarówno z realizacją projektu ustawy budżetowej na 2016 r., jak i obietnicami wyborczymi, może oddziaływać w kierunku szybszego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, lecz z drugiej strony – zdaniem części członków Rady – może on również zagrażać stabilności finansów publicznych w dłuższym okresie.

Rozważając ewentualne konsekwencje pogorszenia perspektyw wzrostu w Chinach dla koniunktury w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że powinny być one ograniczane przez niewielki udział Chin w polskim eksporcie i dalsze ożywienie gospodarcze w strefie euro. Jednak niektórzy członkowie Rady byli zdania, że już występujące, jak i ewentualne dalsze wstrząsy w gospodarce światowej mogą wywierać silny negatywny wpływ na koniunkturę w Polsce z uwagi na ograniczone możliwości prowadzenia antycyklicznej polityki gospodarczej w warunkach znacznej – w ich ocenie – nierównowagi w sektorze finansów publicznych i niskiego poziomu stóp procentowych.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w polskiej gospodarce, zwracano uwagę na nieznaczne pogłębienie się deflacji we wrześniu spowodowane ponownym spadkiem cen surowców na świecie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na nasilenie się spadku cen produkcji sprzedanej, co – wraz z niską dynamiką jednostkowych kosztów pracy – ogranicza ryzyko wzrostu presji kosztowej. W ocenie członków Rady w kolejnych miesiącach inflacja powinna jednak stopniowo rosnąć, choć – jak podkreślała większość członków Rady – wzrost inflacji będzie prawdopodobnie nieco wolniejszy niż przewidywano w projekcji lipcowej, a od I kw. 2016 r. może on wyhamować, kształtując się w kolejnych miesiącach nieco poniżej dolnej granicy odchyień od celu. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na ryzyko wyższej inflacji w kolejnych kwartałach, związane ze wzrostem napięć na krajowym rynku pracy, względnie wysoką skalą podwyżek proponowanych przez przedsiębiorców oraz prawdopodobny – ich zdaniem – wzrost cen żywności, spowodowany niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi w niektórych rejonach świata.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych, większość członków Rady uznała, że wobec braku wyraźniejszego przełożenia się ryzyk w otoczeniu polskiej gospodarki na wzrost gospodarczy i oczekiwanego stopniowego wzrostu dynamiki cen w kierunku celu inflacyjnego uzasadniona jest stabilizacja nominalnych stóp procentowych na obecnym poziomie. Część członków Rady podkreślała,

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

że stabilizacja stóp procentowych wspiera odporność polskiej gospodarki na wstrząsy, szczególnie wobec znacznej niepewności co do perspektyw globalnej koniunktury. Niektórzy członkowie Rady ponadto uważali, że dalsze obniżanie stóp procentowych nie przełożyłoby się w istotnym stopniu na wzrost akcji kredytowej, a jednocześnie mogłoby spowodować obniżenie dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych.

Niektórzy członkowie Rady wyrazili natomiast opinię, że w najbliższych miesiącach Rada powinna rozważyć możliwość obniżenia stóp procentowych. W ich ocenie, niższy poziom stóp procentowych, oddziałując w kierunku wyższego popytu krajowego, ograniczałaby skalę ewentualnego spowolnienia gospodarczego, wynikającego z pogorszenia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Argumentowali oni ponadto, że złagodzenie polityki pieniężnej w Polsce zmniejszałoby dysparytet pomiędzy stopami krajowymi i zagranicznymi, w tym strefy euro, gdzie łagodna polityka pieniężna może być prowadzona przez dłuższy okres, niż dotychczas oczekiwano.

W ocenie niektórych członków Rady w nadchodzących miesiącach należy rozważyć rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Za takim scenariuszem przemawia – ich zdaniem – perspektywa szybszego – w ich ocenie – wzrostu inflacji niż wskazywała projekcja lipcowa, a także wysokie ryzyko wystąpienia silnych wstrząsów zewnętrznych. W opinii tych członków Rady podwyższenie stóp procentowych zwiększałoby przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia negatywnych wstrząsów.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 listopada 2015 r.**

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się ożywienie aktywności w gospodarkach rozwiniętych, któremu towarzyszy spowalnianie wzrostu PKB w największych gospodarkach wschodzących, a w niektórych z nich nawet recesja. Wskazywali przy tym, że w Stanach Zjednoczonych – pomimo trwającego ożywienia – napływające w ostatnim okresie dane były nieco słabsze. W tym kontekście podkreślano obniżenie się tempa wzrostu PKB w III kw., wolniejszą poprawę sytuacji na rynku pracy, niższą dynamikę produkcji przemysłowej i pogorszenie nastrojów przedsiębiorców. Oceniano jednak, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych było najprawdopodobniej przejściowe.

Członkowie Rady podkreślali, że w strefie euro wzrost gospodarczy utrzymuje się na stabilnym – choć umiarkowanym – poziomie. Sprzyja mu wzrost popytu konsumpcyjnego, a także wzrost eksportu, który jest częściowo związany z wcześniejszym osłabieniem się kursu euro. Jednocześnie zwracano uwagę, że dynamika inwestycji pozostaje niska. Część członków Rady oceniała, że aktywność gospodarcza w tym obszarze walutowym jest wspierana przez ekspansywną politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu popytu w tej gospodarce jest silny spadek

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

cen surowców zwiększający realne dochody do dyspozycji, a wpływ polityki pieniężnej EBC na koniunkturę jest niewielki.

Omawiając perspektywy koniunktury w strefie euro część członków Rady wskazywała, że czynnikiem ryzyka dla tej gospodarki jest spowolnienie dynamiki aktywności w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach i Rosji. Spowolnienie to przełożyło się już na spadek eksportu strefy euro do tych gospodarek. Część członków Rady podkreślała jednak, że w ostatnim okresie ryzyko gwałtownego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach zmalało, na co wskazują lepsze od oczekiwań dane o PKB. Ponadto wskazywali oni, że dotychczasowe spowolnienie gospodarcze w Chinach nie wywarło silnie negatywnego wpływu na aktywność gospodarczą w strefie euro. Niektórzy z nich argumentowali również, że – mimo spowolnienia – wzrost w Chinach pozostanie wyraźnie wyższy niż w gospodarkach rozwiniętych, przez co nie będzie to silnie ograniczać wzrostu PKB w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że dodatkowymi czynnikami wspierającymi wzrost aktywności w strefie euro może być napływ imigrantów i związany z nim wzrost konsumpcji oraz inwestycji mieszkaniowych. Koniunkturę mogą wspierać także inwestycje finansowane przez Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych, członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się niepewność co do jej perspektyw. Wskazywano, że pomimo nieco gorszych danych w Stanach Zjednoczonych, Rezerwa Federalna zapowiada podwyżkę stóp procentowych w najbliższych miesiącach. EBC sygnalizuje natomiast dalsze luzowanie polityki pieniężnej ze względu na utrzymywanie się bardzo niskiej dynamiki cen w strefie euro.

Członkowie Rady podkreślali, że oczekiwania na złagodzenie warunków monetarnych EBC, a także lepsze od oczekiwań dane z Chin, przyczyniły się do poprawy nastrojów na rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała jednak, że zmienność na rynkach finansowych może się ponownie zwiększyć wraz z rozpoczęciem zacieśnienia polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną, zwłaszcza w sytuacji utrzymujących się ryzyk dla koniunktury w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że utrzymuje się stabilna dynamika aktywności gospodarczej, a głównym źródłem wzrostu pozostaje popyt wewnętrzny. Podkreślano, że sytuacja na rynku pracy dalej się poprawia, a zatrudnienie w przedsiębiorstwach – podobnie jak liczba wakatów – znajduje się na stosunkowo wysokim poziomie. Jednocześnie stopa bezrobocia jest zbliżona do poziomu sprzed kryzysu. Część członków Rady wskazywała ponadto na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w ostatnim miesiącu. Członkowie Rady zwracali uwagę, że bardzo dobra sytuacja na rynku pracy oraz wzrost funduszu płac wspierają stabilny wzrost konsumpcji. Część członków Rady oceniała jednak, że dynamika konsumpcji pozostaje relatywnie niska, co może wynikać z trwałego wzrostu stopy oszczędności gospodarstw domowych, który następuje pomimo niskich nominalnych stóp procentowych NBP.

Odnosząc się do koniunktury w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na stabilny wzrost produkcji przemysłowej oraz utrzymywanie się dobrej sytuacji przedsiębiorstw wskazywanej w badaniach koniunktury. Podkreślano przy tym, że badania te sugerują, iż mimo spowolnienia

gospodarczego w Chinach, polskie firmy jak dotąd nie odnotowały istotnego spadku sprzedaży. Część członków Rady argumentowała jednak, że pomimo dobrej sytuacji gospodarczej, wiele przedsiębiorstw wstrzymuje się z inwestycjami. Oceniali oni, że może to wynikać z utrzymującej się niepewności co do sytuacji w gospodarce globalnej lub braku przekonania o trwałości ożywienia popytu w Polsce.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady wskazywali na stabilny wzrost akcji kredytowej w gospodarce, przy nieznacznym spadku dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych i jej wzroście w odniesieniu do przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że popyt przedsiębiorstw na kredyt pozostaje jednak niski ze względu na znaczny udział środków własnych w finansowaniu inwestycji. Zwracano też uwagę, że na rynku kredytów mieszkaniowych nie pojawiają się oznaki narastania nierównowag.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w gospodarce, członkowie Rady podkreślali utrzymywanie się ujemnej dynamiki cen konsumpcyjnych. Wskazywano przy tym, że dynamika cen w październiku była po raz kolejny niższa niż prognozowano. Oceniano jednak, że niska dynamika cen ma nadal charakter globalny i wynika przede wszystkim z silnego obniżenia cen surowców na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że niskiej dynamice cen towarzyszy stabilny wzrost PKB i poprawiająca się sytuacja na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że spadek cen – wynikający w szczególności z niskich cen surowców – wspiera realne dochody konsumentów oraz ogranicza koszty produkcji przedsiębiorstw.

Omawiając listopadową projekcję wskazywano, że w kolejnych kwartałach prognozowane jest utrzymanie się stabilnego wzrostu PKB, wspieranego popytem wewnętrznym. Podkreślano jednocześnie, że wkład eksportu netto do wzrostu ma pozostać ujemny. Mimo to zwracano uwagę na brak istotnego ryzyka dla równowagi zewnętrznej gospodarki. Część członków Rady oceniała, że – zgodnie z projekcją – dynamika PKB w następnym roku może się przejściowo obniżyć. Ma być to jednak związane z przejściowo mniejszym napływem funduszy unijnych w związku z rozpoczęciem wykorzystywania środków z nowej perspektywy budżetowej. Niektórzy członkowie podkreślali jednak, że prognozowany na przyszłe lata wzrost PKB jest nieco niższy niż w poprzedniej projekcji, co częściowo wynika z obniżenia prognozowanej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw.

Analizując wyniki projekcji, członkowie Rady zwracali również uwagę, że ze względu na utrzymujący się stabilny i wyższy od potencjalnego wzrost PKB, luka popytowa w gospodarce ma się stopniowo domykać. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak pogląd, że obserwowany dotychczas i prognozowany wzrost inwestycji przyczynia się do wzrostu potencjału wytwórczego gospodarki. W rezultacie wzrost potencjalnego PKB może być szybszy niż w projekcji, co przy prognozowanej dynamice rzeczywistego PKB może nie doprowadzić do domknięcia luki popytowej w horyzoncie projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że czynnikiem zwiększającym potencjał wytwórczy gospodarki będzie obniżenie stopy bezrobocia równowagi, które będzie jednocześnie ograniczać presję płacową w gospodarce.

Omawiając perspektywy inflacji w kontekście projekcji, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła. Jej wzrostowi będzie sprzyjać stabilny wzrost popytu postępujący w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku

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

pracy. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że okres deflacji wydłużył się, a oczekiwany w projekcji powrót inflacji do celu oddala się. Niektórzy członkowie Rady wyrażali pogląd, że ze względu na oczekiwane przez nich utrzymywanie się niskich cen surowców na rynkach światowych, a także ograniczoną dynamikę popytu w otoczeniu polskiej gospodarki, a przez to także w Polsce, istnieje ryzyko dłuższego utrzymania się dynamiki cen na bardzo niskim poziomie.

Odnosząc się do projekcji członkowie Rady wskazywali na ryzyka wokół jej bazowego scenariusza. Podkreślano utrzymującą się niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury, cen surowców oraz dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Podkreślano również, że w związku z powołaniem nowego rządu, utrzymuje się niepewność co do przyszłej polityki gospodarczej, w tym zwłaszcza kształtu polityki fiskalnej w przyszłym roku.

Dyskutując na temat stóp procentowych, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione. Uzasadniając tę decyzję, członkowie Rady oceniali, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy i stopniowe domykanie się luki popytowej. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że źródłem przedłużającej się deflacji w Polsce są przede wszystkim czynniki pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym niskie ceny surowców i niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wyrażali także pogląd, że choć wzrost PKB może pozostać niższy od potencjalnego, to źródłem ujemnej luki popytowej pozostaną czynniki zewnętrzne, na które krajowa polityka pieniężna nie ma wpływu.

Część członków Rady argumentowała, że dodatkowym czynnikiem przemawiającym za stabilizacją stóp procentowych jest utrzymująca się niepewność co do perspektyw gospodarczych za granicą i polityki pieniężnej głównych banków centralnych, która może oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności na rynkach finansowych, w tym wzrostu zmienności kursów walut gospodarek wschodzących. Część członków Rady podkreślała także niepewność dotyczącą kształtu przyszłej polityki gospodarczej, który powinien być uwzględniony w decyzjach dotyczących polityki pieniężnej, tak aby zapewnić optymalny układ polityk makroekonomicznych (tzw. policy-mix).

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że choć na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmienione, to w kolejnych miesiącach nie można wykluczyć potrzeby ich niewielkiego obniżenia. Uzasadniając ten pogląd, członkowie ci wskazywali na ryzyko wydłużenia się okresu deflacji i oddalenia perspektywy powrotu inflacji do celu, a także osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 grudnia 2015 r.**

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście bieżącej i przyszłej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się umiarkowane ożywienie gospodarcze w krajach rozwiniętych. Zaznaczano, że w strefie euro

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

---

głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny. Z kolei dynamika inwestycji w tej gospodarce jest nadal relatywnie niska. Wskazywano, że ograniczająco na skalę ożywienia oddziałuje także niski popyt ze strony gospodarek wschodzących. Czynnikiem ten odpowiadał prawdopodobnie za niewielkie obniżenie dynamiki PKB strefy euro w III kw. br. oraz wyraźny spadek dynamiki niemieckiego eksportu. Członkowie Rady oceniali jednak, że w kolejnych kwartałach koniunktura w strefie euro będzie się prawdopodobnie nadal stopniowo poprawiać. Wzrost aktywności w tej gospodarce – w opinii części członków Rady – może być dodatkowo wspierany przez wzrost konsumpcji oraz inwestycji mieszkaniowych związany z napływem imigrantów. Czynnikiem ryzyka dla koniunktury w strefie euro pozostaje natomiast możliwość dalszego spowolnienia wzrostu w gospodarkach wschodzących.

W Stanach Zjednoczonych perspektywy koniunktury pozostają umiarkowanie korzystne. Wskazywano, że spowolnienie wzrostu PKB w III kw. wynikało głównie ze spadku zapasów i było prawdopodobnie przejściowe. Jednocześnie podkreślano, że niska dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej sugerują, że przyspieszenie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może być jednak umiarkowane. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że również w dłuższym okresie wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych może pozostać umiarkowany ze względu na niski wzrost produktywności w tej gospodarce. W tym kontekście podkreślali oni, że w porównaniu do poprzednich faz ożywienia, dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych jest obecnie niska.

Członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymującą się słabą koniunkturę w gospodarkach wschodzących. Wskazywano jednak, że w części tych gospodarek pojawiają się sygnały stabilizacji aktywności gospodarczej. W tym kontekście zwracano uwagę na ograniczenie skali spadku PKB w Rosji w III kw. oraz spowolnienie spadku produkcji przemysłowej w tym kraju, a także nieco lepszy odczyt PMI w Chinach.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymuje się ryzyko wystąpienia silnych zaburzeń w gospodarce światowej, a prawdopodobieństwo ich materializacji jest zwiększana przez nierównowagi na rynkach wielu aktywów. W opinii tych członków Rady istotnym ryzykiem jest możliwość wystąpienia kryzysów finansowych w gospodarkach wschodzących, w związku ze znacznym zadłużeniem walutowym przedsiębiorstw w tych krajach. Członkowie ci ocenili, że pojawienie się zaburzeń w gospodarkach wschodzących – przy relatywnie niskim wzroście PKB w Stanach Zjednoczonych – może doprowadzić do pogorszenia koniunktury w gospodarce globalnej.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych członkowie Rady podkreślali, że w najbliższym okresie nasili się dywergencja polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej i EBC. Rezerwa Federalna zapowiada bowiem rozpoczęcie podwyższania stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Z kolei EBC sygnalizuje dalsze luzowanie polityki pieniężnej. Członkowie Rady zaznaczali, że dywergencja polityki pieniężnej pomiędzy głównymi bankami centralnymi może przyczyniać się do okresowego wzrostu zmienności na rynkach finansowych, szczególnie wobec utrzymującej się niepewności co do skali i rozłożenia w czasie podwyżek stóp przez Fed. Awersja do ryzyka na rynkach finansowych może się również zwiększać w reakcji na ponowy wzrost obaw o koniunkturę w gospodarkach wschodzących.



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

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynniki globalne będą silnie oddziaływać na kształtowanie się cen aktywów oraz kursy walut gospodarek wschodzących, w tym Polski. Jednocześnie podkreślano, że kurs złotego – mimo jego pewnego osłabienia w ostatnim okresie – pozostaje relatywnie stabilny. W opinii części członków Rady zmienność złotego jest ograniczana przez pozytywną ocenę Polski przez inwestorów zagranicznych, której efektem jest znaczący udział inwestorów długoterminowych w strukturze zadłużenia zagranicznego Polski.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się stabilnego wzrostu PKB, a nawet jego nieznaczne przyspieszenie w III kw. Głównym źródłem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny, wspierany przez rosnące zatrudnienie i dobre nastroje gospodarstw domowych. Jednocześnie w ocenie części członków Rady dynamika wydatków konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana, ze względu na relatywnie niską dynamikę nominalnych wynagrodzeń i wyższą niż wcześniej stopę dobrowolnych oszczędności. Wskazywano, że do wzrostu PKB przyczynia się również wzrost inwestycji w gospodarce, choć ich dynamika w III kw. obniżyła się. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że spowolnienie inwestycji w gospodarce może być związane z niższą absorpcją środków z UE. Z kolei ograniczająco na skłonność firm do inwestowania może oddziaływać – w opinii części członków Rady – niepewność dotycząca koniunktury za granicą. Zwracano również uwagę, że dodatni wkład do wzrostu PKB w III kw. miał także eksport netto. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że wzrost handlu zagranicznego Polski spowolnił, przy czym silniej obniżyła się dynamika importu niż eksportu.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady zwracali uwagę na wysoki poziom zatrudnienia oraz zbliżoną do poziomu sprzed kryzysu stopę bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mimo bardzo korzystnej sytuacji na rynku pracy dynamika płac nominalnych w gospodarce pozostaje relatywnie niska. Inni członkowie Rady zaznaczali także, że poziom płac w Polsce w stosunku do krajów Europy Zachodniej pozostaje niski i wskazywali, że jego wzrost wymaga zwiększania innowacyjności i zaawansowania technologicznego polskiej produkcji.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady wskazywali na pewne przyspieszenie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika kredytów dla firm jest jedynie umiarkowana, a w przypadku sektora MSP – niska. Członkowie ci zwracali także uwagę, że wolumen kredytów dla przedsiębiorstw w relacji do PKB jest w Polsce znacznie niższy niż w strefie euro. Część członków podkreślała jednak, że dynamika kredytu dla firm – wobec niskiego oprocentowania kredytu i jego wysokiej dostępności – nie jest obecnie ograniczana przez czynniki podażowe. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady ocenili, że na podaż kredytu w przyszłości negatywnie oddziaływać może prawdopodobne zwiększenie obciążeń finansowych nakładanych na sektor bankowy.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego większość członków Rady oceniła, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB pozostanie relatywnie stabilna. Niektórzy członkowie uważali nawet, że o ile wzrost PKB nie zostanie osłabiony przez wstrząsy zewnętrzne to w przyszłym roku może być on wyższy niż obecnie. Wskazywano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez silny popyt konsumpcyjny oraz inwestycje. Wskazywano jednak, że dynamika inwestycji może się obniżyć. W tym kierunku będzie oddziaływało przejściowe ograniczenie napływu funduszy unijnych w początkowym okresie funkcjonowania nowej perspektywy budżetowej.

Dynamikę inwestycji firm może ograniczać – w opinii niektórych członków Rady – stosunkowo wysoki poziom nakładów inwestycyjnych firm w relacji do środków trwałych, a także umiarkowany wzrost popytu niestwarzający bodźców do rozszerzania zdolności produkcyjnych.

Członkowie Rady oceniali, że – obok popytu wewnętrznego – do wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce przyczyniać się będzie także rosnący eksport. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w związku z trwającym ożywieniem gospodarczym w strefie euro, dynamika eksportu będzie wyższa od dynamiki PKB. Jednocześnie wskazywano, że głównym czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w kraju pozostaje osłabienie handlu zagranicznego w związku z dalszym spowolnieniem wzrostu w gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że źródłem negatywnych wstrząsów dla gospodarki polskiej mogą być ewentualne kryzysy finansowe w gospodarkach wschodzących i związane z nimi osłabienie koniunktury w gospodarce globalnej.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że skala deflacji cen konsumpcyjnych stopniowo się zmniejsza. Członkowie Rady ocenili, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie nadal rosła, czemu sprzyjać będzie dalszy stabilny wzrost aktywności gospodarczej oraz dobra sytuacja na krajowym rynku pracy. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że wzrost dynamiki cen jest powolny i słabszy od oczekiwań. Niektórzy członkowie Rady zaznaczyli, że jeśli nie nastąpi przyspieszenie wzrostu płac to powrót inflacji do celu może się wydłużyć. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali, że do przyspieszenia wzrostu płac w przyszłym roku – oprócz niskiego bezrobocia – może się przyczyniać zapowiedziane odmrożenie płac w sektorze publicznym.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2010-2015. Oceniono, że w tym okresie utrzymano długoterminową stabilność cen w Polsce, mimo zwiększonej zmienności dynamiki cen w poszczególnych latach. Wskazywano przy tym, że zmienność inflacji była głównie efektem silnych zmian cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie podkreślano, że polityka pieniężna sprzyjała stabilności złotego, który za tej kadencji Rady był jedną z walut o najniższej zmienności. Zaznaczano również, że elastyczne reagowanie na szoki przez politykę pieniężną przyczyniało się do utrzymania zrównoważonego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej. W tym kontekście wskazywano przede wszystkim na niską zmienność luki popytowej, nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących i utrzymujący się na stabilnym poziomie wzrost akcji kredytowej.

Dyskutując na temat stóp procentowych, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione. Argumentowano, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy i stopniowe domykanie się luki popytowej. Członkowie Rady ocenili, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz makroekonomicznej równowagi.

Część członków Rady podkreślała, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia również utrzymująca się niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. W tym kontekście wskazywano przede wszystkim na utrzymujące się ryzyko silniejszego osłabienia wzrostu w gospodarkach wschodzących oraz oczekiwane nasilenie dywergencji polityki pieniężnej

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

pomiędzy głównymi bankami centralnymi, która może oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności na rynkach finansowych. Wskazywano także na niepewność dotyczącą kształtu przyszłej polityki gospodarczej.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w najbliższych miesiącach należy rozważyć rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Argumentowali oni, że zwiększyłyby to przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia silnych wstrząsów zewnętrznych. Członkowie ci wyrażali również opinię, że przy braku podwyżek stóp procentowych polityka pieniężna stanie się procykliczna, oddziałując w kierunku pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących oraz zwiększenia zobowiązań Polski wobec zagranicy. Z kolei wzrost zależności polskiej gospodarki od finansowania zagranicznego może ograniczać możliwość prowadzenia w przyszłości antycyklicznej polityki pieniężnej w związku z obawą o silne zmiany kursu złotego i przepływy kapitału zagranicznego.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że choć na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmienione, to w kolejnych miesiącach – wraz z ograniczeniem niepewności co do uwarunkowań polityki pieniężnej – uzasadnione może być ich obniżenie. Członkowie ci wskazywali na jedynie powolny wzrost dynamiki cen i obniżające się prognozy inflacji na kolejne lata. Członkowie ci oceniali również, że ewentualne poluzowanie polityki pieniężnej będzie oddziaływać w kierunku ożywienia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, która – w szczególności w przypadku sektora MSP – pozostaje relatywnie słaba. Luzowanie polityki pieniężnej może być jednak realizowane w warunkach stabilności kursu walutowego. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że obniżenie stóp procentowych nie przyczyni się do wzrostu – ograniczanej przez czynniki popytowe – dynamiki kredytu dla firm, może natomiast wywierać negatywny wpływ na stabilność systemu finansowego.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

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

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2015 r.

■ Data: 14 stycznia 2015 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

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

■ Data: 14 stycznia 2015 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:** A. Bratkowski  
E.J. Osiatyński

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

■ Data: 4 lutego 2015 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:** A. Bratkowski  
E.J. Osiatyński

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

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

■ Data: 4 marca 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

■ Data: 4 marca 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie był głosowany.

■ Data: 4 marca 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/2015 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

■ Data: 15 kwietnia 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 2/2015 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2014 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. Winięcki  
A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

■ Data: 5 maja 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 3/2015 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2014.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski  
E. Chojna-Duch  
A. Glapiński  
J. Hausner  
A. Kaźmierczak  
E.J. Osiatyński  
A. Rzońca  
J. Winięcki  
A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

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

■ Data: 5 maja 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 4/2015 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2014.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

■ Data: 19 maja 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 5/2015 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2014 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

J. Winięcki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

A. Glapiński i A. Rzońca byli nieobecni.



Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015

■ Data: 7 lipca 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/DRF/2015 z dnia 7 lipca 2015 r. w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2015 i 2016.

**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.

■ Data: 15 września 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 6/2015 z dnia 15 września 2015 r. w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2016.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

**Przeciw:**

A. Glapiński, E.J. Osiatyński oraz A. Zielińska-Głębocka byli nieobecni.

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

■ Data: 1 grudnia 2015 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 7/2015 z dnia 1 grudnia 2015 r. w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2016.

**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:**