Druk nr 2598

Warszawa, 16 maja 2018 r.

SEJM
RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ
VIII kadencja
Narodowy Bank Polski

GP-WP-AD-0001-7/18/515/2018

Pan
Marek Kuchciński
Marszałek Sejmu
Rzeczypospolitej Polskiej

Szanowny Panie Marszałku

Zgodnie z art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 roku o Narodowym Banku Polskim przekazuję

- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017,

uchwalone przez Radę Polityki Pieniężnej w dniu 15 maja 2018 r.

Z szacunkiem

(-) Adam Glapiński

NBP Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017



Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017

Warszawa, maj 2018 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 jest ogłaszane 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 z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017* dołączono załączniki, w których przedstawiono kształtowanie się istotnych zmiennych makroekonomicznych, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężne*j i *Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej 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 działania władz monetarnych wpływają na gospodarkę ze znacznym opóźnieniem, a jednocześnie są podejmowane w warunkach niepewności dotyczącej przyszłych procesów makroekonomicznych. Należy także uwzględniać 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 2017 r. **5**
2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2017 r. **7**
3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2017 r. **11**
Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki **17**
Załącznik 2. Produkt Krajowy Brutto **19**
Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych **21**
Załącznik 4. Bilans płatniczy **25**
Załącznik 5. Pieniądz i kredyt **29**
Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej **31**
Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami **63**

1. Strategia polityki pieniężnej w 2017 r.

W 2017 r. Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą", prowadziła politykę pieniężną zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2017* przyjętymi we wrześniu 2016 r. Podobnie jak w poprzednich latach głównym celem polityki pieniężnej było utrzymanie stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego. W ten sposób Rada realizowała podstawowe zobowiązania Narodowego Banku Polskiego zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. poz. 483, z późn. zm.) oraz w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2017 r. poz. 1373). Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza". Ustawa o Narodowym Banku Polskim, zwanym dalej „NBP", 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".

NBP dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię celu inflacyjnego. W ramach tej strategii od 2004 r. celem polityki pieniężnej jest utrzymanie inflacji na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń o szerokości ±1 punktu procentowego w średnim okresie. Średniookresowy charakter celu oznacza, że ze względu na silne zmiany cen surowców lub inne szoki makroekonomiczne i finansowe inflacja może się okresowo odchylać od celu, kształtując się nawet poza przedziałem odchyleń od celu. Reakcja polityki pieniężnej na szok zależy od jego przyczyn i charakteru oraz oceny trwałości jego skutków, w tym wpływu na procesy cenotwórcze i oczekiwania inflacyjne.

Stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest bardzo ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymywania równowagi w gospodarce. Rada prowadzi więc politykę pieniężną w taki sposób, aby wspierać stabilność systemu finansowego i ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów oraz dynamikę akcji kredytowej. Rada uznaje jednocześnie, że w warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych politykę pieniężną w ograniczaniu nierównowag makroekonomicznych powinna wspierać polityka makroostrożnościowa. Poprzez wywieranie selektywnego wpływu na kształtowanie się agregatów kredytowych umożliwia ona stabilizowanie akcji kredytowej, przy mniejszych kosztach dla wzrostu gospodarczego niż polityka pieniężna.

Rada realizuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. Reżim płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju.

2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2017 r.

W 2017 r. koniunktura w Polsce była korzystna, a wzrost gospodarczy przyśpieszył (realny PKB zwiększył się o 4,6%, wobec 3,0% w 2016 r.). Głównym czynnikiem wzrostu był popyt konsumpcyjny wspierany przez systematyczny wzrost zatrudnienia i przyśpieszenie wzrostu płac, a także wypłaty świadczeń. Jednocześnie nastąpiło ożywienie inwestycji. Wzrostowi PKB sprzyjał ponadto relatywnie wysoki wzrost aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, głównie w strefie euro będącej głównym partnerem handlowym Polski. W konsekwencji utrzymała się nadwyżka w handlu zagranicznym Polski, a saldo na rachunku obrotów bieżących było dodatnie. Jednocześnie – pomimo ożywienia gospodarczego – wzrost kredytu był niższy od dynamiki nominalnego PKB.

W takich warunkach dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych zwiększyła się w 2017 r. i wyniosła 2,0% (wobec -0,6% w 2016 r.). Tym samym inflacja CPI – po kilku latach utrzymywania się poniżej celu inflacyjnego NBP – ukształtowała się w jego pobliżu. Przyczyniła się do tego głównie wyższa dynamika cen żywności i energii. Jednocześnie inflacja bazowa pozostała niska, czemu sprzyjała ograniczona – mimo wzrostu – wewnętrzna presja popytowa, niska inflacja za granicą oraz umocnienie się kursu złotego. Rynek pracy, pomimo spadku bezrobocia i przyśpieszenia dynamiki płac, nie generował w 2017 r. nadmiernej presji inflacyjnej. Prognozy inflacji wskazywały, że w kolejnych latach dynamika cen będzie się nadal kształtować w pobliżu celu inflacyjnego.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, w 2017 r. Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Podejmując decyzje o poziomie stóp procentowych, Rada brała pod uwagę w szczególności to, że zarówno bieżąca, jak i prognozowana na kolejne lata inflacja była zbliżona do celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie stabilizacja stóp procentowych sprzyjała utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym ożywieniu inwestycji oraz stabilności systemu finansowego.

Poniżej przedstawiono najważniejsze uwarunkowania decyzji Rady w 2017 r. w podziale na półrocza.

W I połowie 2017 r. wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostawał umiarkowany, jednak – w II kw. ub.r. – utrwalały się sygnały ożywienia światowej koniunktury widoczne zwłaszcza w handlu i przemyśle. Sprzyjało to wzrostowi aktywności gospodarczej w strefie euro. W Stanach Zjednoczonych również utrzymywała się korzystna koniunktura wspierana przez dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy oraz ożywienie inwestycji. Dynamika PKB w Chinach, mimo utrzymywania się obaw o narastanie nierównowag w tej gospodarce, była relatywnie stabilna.

Ceny ropy naftowej i innych surowców, po wyraźnym wzroście w grudniu 2016 r., w I połowie 2017 r. były stabilne. W efekcie inflacja na świecie, choć wzrosła na początku 2017 r., w kolejnych miesiącach utrzymywała się na umiarkowanym poziomie. W strefie euro i większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej inflacja pozostawała poniżej obowiązujących tam celów inflacyjnych. Jednocześnie inflacja bazowa w tych gospodarkach nieco wzrosła, ale kształtowała się poniżej wieloletniej średniej. W Stanach Zjednoczonych zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa pozostały wyższe niż w strefie euro.

W tych warunkach Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymywał stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuował program zakupu aktywów finansowych, choć na mniejszą skalę niż w poprzednim roku. Natomiast Rezerwa Federalna (Fed) dwukrotnie (w marcu i czerwcu) podwyższyła stopy procentowe, utrzymując jednak program reinwestycji zapadających papierów dłużnych kupionych w trakcie luzowania ilościowego.

Z uwagi na utrwalające się sygnały poprawy koniunktury oraz wciąż ekspansywną politykę pieniężną głównych banków centralnych nastroje na światowych rynkach finansowych polepszały się. Indeksy giełdowe na świecie wzrosły, osiągając w przypadku niektórych gospodarek, w szczególności Stanów Zjednoczonych, najwyższe wartości w historii. Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych sprzyjała spadkowi rentowności obligacji skarbowych rynków wschodzących i aprecjacji ich walut, w tym złotego.

W Polsce, po przejściowym spowolnieniu w 2016 r., wzrost gospodarczy w I połowie 2017 r. przyśpieszył. Głównym czynnikiem wzrostu pozostawał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń. Jednocześnie dynamika inwestycji – pomimo wzrostu do dodatniego poziomu w I kw. ub.r. – pozostawała niska. Inwestycje wzrosły w sektorze publicznym, podczas gdy w sektorze przedsiębiorstw pogłębił się ich spadek. Wzrost aktywności gospodarczej w Polsce był wspierany również przez poprawiającą się koniunkturę na świecie, przekładającą się na dalszy wzrost polskiego eksportu.

Poprawie koniunktury w Polsce towarzyszyło dalsze ożywienie na rynku pracy. Wzrost liczby pracujących w gospodarce ponownie przyśpieszył, po spowolnieniu w II połowie 2016 r. W efekcie nadal obniżało się bezrobocie. W tych warunkach dynamika nominalnych wynagrodzeń była wyższa niż w poprzednich latach. Nieco przyśpieszył również wzrost jednostkowych kosztów pracy, choć ich dynamika pozostała umiarkowana.

Dynamika cen w Polsce, podobnie jak w wielu innych krajach, wzrosła na przełomie lat 2016–2017, przede wszystkim ze względu na wyższe niż rok wcześniej ceny surowców na rynkach światowych, a następnie ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie inflacja bazowa pozostała niska, co było związane z nadal niską – pomimo poprawy koniunktury – presją popytową, wciąż umiarkowaną dynamiką cen w otoczeniu polskiej gospodarki, a także aprecjacją złotego.

Dostępne w I połowie roku prognozy wskazywały na kontynuację poprawy koniunktury w kolejnych kwartałach, czemu miał sprzyjać w szczególności wzrost inwestycji, przy wciąż rosnącym popycie konsumpcyjnym. Jednocześnie – w świetle tych prognoz – inflacja miała pozostać umiarkowana.

Wobec takich uwarunkowań Rada uznała, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione. Rada oceniała, że mimo obserwowanego wzrostu dynamiki cen, ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie utrzymywanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie wspierało oczekiwane ożywienie inwestycji.

W II połowie 2017 r. w gospodarce światowej utrwalało się ożywienie koniunktury. W strefie euro wzrost gospodarczy ponownie przyśpieszył, choć dostępne prognozy wskazywały na obniżenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. W Stanach Zjednoczonych koniunktura również pozostawała dobra. Z kolei w Chinach dynamika PKB obniżyła się, choć mniej niż oczekiwano.

Poprawa koniunktury w gospodarce światowej oddziaływała w kierunku wyższego popytu na ropę naftową. Wraz z ograniczeniem podaży – wynikającym z wcześniejszego porozumienia państw należących do Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) i niektórych innych eksporterów – przełożyło się to na wzrost cen tego surowca w II połowie 2017 r. Wzrosły również ceny innych surowców energetycznych, tj. gazu i węgla. Jednocześnie ceny surowców rolnych na rynkach światowych obniżyły się. W efekcie inflacja w gospodarce światowej pozostała umiarkowana, czemu w wielu krajach sprzyjała również nadal niska inflacja bazowa. W strefie euro inflacja pozostawała niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja pozostawała zbliżona do celu inflacyjnego Fed.

W tych warunkach EBC – podobnie jak w I półroczu – utrzymywał stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC wydłużył czas funkcjonowania programu zakupu aktywów co najmniej do września 2018 r., ogłaszając jednocześnie ograniczenie miesięcznej skali skupu o połowę od początku 2018 r. Z kolei Fed rozpoczął stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej (w październiku) i po raz kolejny podniósł stopy procentowe (w grudniu). Pomimo to na międzynarodowych rynkach finansowych utrzymywały się bardzo dobre nastroje. Wzrostowi cen akcji na światowych rynkach towarzyszył dalszy, choć nieco mniejszy niż w poprzednich kwartałach, napływ kapitału na rynki wschodzące. Oddziaływał on w kierunku aprecjacji kursów walutowych tych krajów, w tym złotego. Obniżyły się też rentowności obligacji skarbowych wielu gospodarek wschodzących, w tym Polski.

W Polsce w II połowie 2017 r. utrzymywała się dobra koniunktura, a wzrost gospodarczy wyraźnie przyśpieszył. Istotnym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i przyśpieszenie wzrostu płac, a także wciąż bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń. Jednocześnie dynamika inwestycji była wyższa niż w I półroczu. Wzrost nakładów brutto na środki trwałe dotyczył jednak nadal głównie sektora publicznego. Aktywność gospodarcza wspierana była również przez znaczący wzrost eksportu, choć jego dynamika obniżyła się nieco pod koniec roku.

Systematyczny wzrost popytu sprzyjał dalszemu wzrostowi zapotrzebowania na pracę. W efekcie w II połowie roku nadal rosło zatrudnienie w polskiej gospodarce, co znalazło także odzwierciedlenie w dalszym spadku bezrobocia. W takiej sytuacji przyśpieszył wzrost nominalnych wynagrodzeń. Ze względu na równoczesne zwiększenie się dynamiki wydajności pracy jednostkowe koszty pracy rosły jednak nadal w umiarkowanym tempie.

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce w II połowie 2017 r. pozostała umiarkowana. Sprzyjała temu nadal ograniczona – mimo stopniowego wzrostu – wewnętrzna presja popytowa. Dodatkowo na niskim poziomie utrzymywała się dynamika cen importu, do czego przyczyniała się umiarkowana inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z mocniejszym kursem złotego. W konsekwencji inflacja bazowa pozostała niska. Jednocześnie istotnie wzrosła dynamika cen żywności, co było związane głównie z mniejszą podażą niektórych produktów rolnych w kraju. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji przez większą część II półrocza było również zwiększenie się dynamiki cen energii spowodowane wzrostem cen surowców na światowych rynkach.

Projekcje makroekonomiczne z II połowy 2017 r. nie wskazywały na ryzyko nadmiernego przyśpieszenia tempa wzrostu gospodarczego, w szczególności z uwagi na oczekiwane wygasanie statystycznych efektów wpływu świadczeń wychowawczych na dynamikę konsumpcji oraz

prognozowane obniżenie wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki. Ponadto zgodnie z tymi projekcjami inflacja w najbliższych latach miała pozostać w pobliżu celu inflacyjnego NBP.

Wobec powyższych uwarunkowań Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmienionym poziomie w II połowie 2017 r. Rada oceniała, że w świetle dostępnych informacji inflacja pozostanie zbliżona do celu inflacyjnego NBP w horyzoncie projekcji. Ponadto stabilizacja stóp sprzyjała utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym ożywieniu inwestycji.

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej w 2017 r. była – podobnie jak w poprzednich latach – komunikacja z otoczeniem polegająca na przedstawianiu przez Radę informacji o podejmowanych decyzjach wraz z oceną przebiegu procesów gospodarczych wpływającą na te decyzje. Do najważniejszych instrumentów komunikacji polityki pieniężnej w 2017 r. należały publikowane cyklicznie: *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* (i towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniach Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*[1], *Raporty o inflacji*, a także: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016* i *Założenia polityki pieniężnej na rok 2018*.

[1] 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 2017 r.

3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2017 r.

W 2017 r. NBP wykorzystywał zestaw instrumentów przyjęty przez Radę w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2017*.

Płynność sektora bankowego w 2017 r.

W 2017 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach nadpłynności sektora bankowego[2]. Jej średni poziom w roku wyniósł 73 632 mln zł[3] i był wyższy w porównaniu do 2016 r. o 426 mln zł, tj. o 0,6%.

Średni poziom nadpłynności w grudniu 2017 r. wyniósł 83 377 mln zł i był o 6 433 mln zł (tj. o 8,4%) wyższy niż w grudniu 2016 r.

Największy wpływ na kształtowanie płynności sektora bankowego w 2017 r. miały zmiany poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu oraz transakcje walutowe związane ze skupem walut obcych od Ministerstwa Finansów. Zmiana pierwszego z wyżej wymienionych czynników przyczyniła się do spadku płynności sektora bankowego w ciągu roku o 10 234 mln zł. Przewaga skupu walut obcych nad ich sprzedażą przez NBP w 2017 r. spowodowała natomiast wzrost płynności sektora bankowego o 9 578 mln zł.

Na wzrost płynności sektora bankowego wpłynęła również wpłata z zysku NBP do budżetu państwa w kwocie 8 741 mln zł, a w kierunku jej ograniczenia oddziaływał wzrost wysokości rezerwy obowiązkowej – średnio o 2 450 mln zł.

Stopy procentowe NBP

Najważniejsze znaczenie dla realizacji polityki pieniężnej w 2017 r. miała stopa referencyjna NBP. Stopa ta, określając rentowność operacji otwartego rynku, wpływała na oprocentowanie krótkoterminowych instrumentów rynku pieniężnego, w szczególności niezabezpieczonych depozytów międzybankowych.

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

Operacje otwartego rynku

W 2017 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej, podobnie jak w 2016 r., było dążenie do kształtowania stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Głównym instrumentem służącym realizacji wskazanego zadania były operacje otwartego rynku przeprowadzane z inicjatywy banku centralnego. Za ich pomocą bank centralny zarządzał płynnością sektora bankowego. Realizację celu operacyjnego

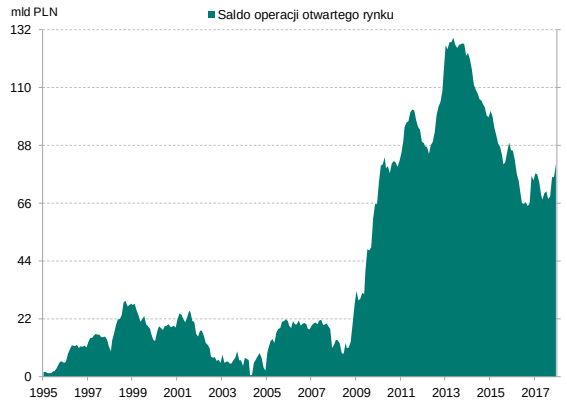
[2] Nadpłynność sektora bankowego jest to nadwyżka środków pozostająca w sektorze bankowym ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej. Miarą nadpłynności jest saldo przeprowadzanych przez NBP operacji otwartego rynku oraz operacji depozytowo-kredytowych.

[3] W okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

polityki pieniężnej wspierały system rezerwy obowiązkowej oraz oferowane przez bank centralny operacje depozytowo-kredytowe.

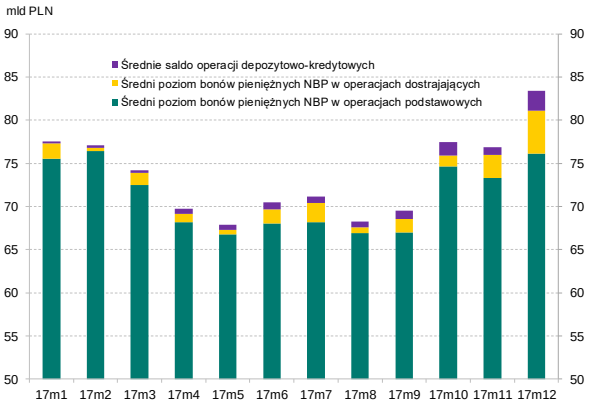
Za pomocą podstawowych operacji otwartego rynku bank centralny dążył do utrzymywania zbilansowanych warunków płynnościowych w sektorze bankowym na przestrzeni całego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Jednocześnie rentowności poszczególnych operacji, równe obowiązującemu w dniu ich przeprowadzania poziomowi stopy referencyjnej NBP, bezpośrednio oddziaływały na cenę pieniądza kwotowaną na rynku międzybankowym (w tym na stawkę POLONIA).

Wykres 1 Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995–2017



Źródło: dane NBP.

Wykres 2 Instrumenty absorbujące nadpłynność w poszczególnych miesiącach w 2017 r.



Źródło: dane NBP.

Operacje podstawowe stosowane były w 2017 r. regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Za pomocą operacji podstawowych bank centralny absorbował większość nadpłynności utrzymującej się w sektorze bankowym. W 2017 r. średni poziom bonów pieniężnych NBP emitowanych w ramach operacji podstawowych wyniósł 71 090 mln zł i był niższy w porównaniu z 2016 r. o 85 mln zł.

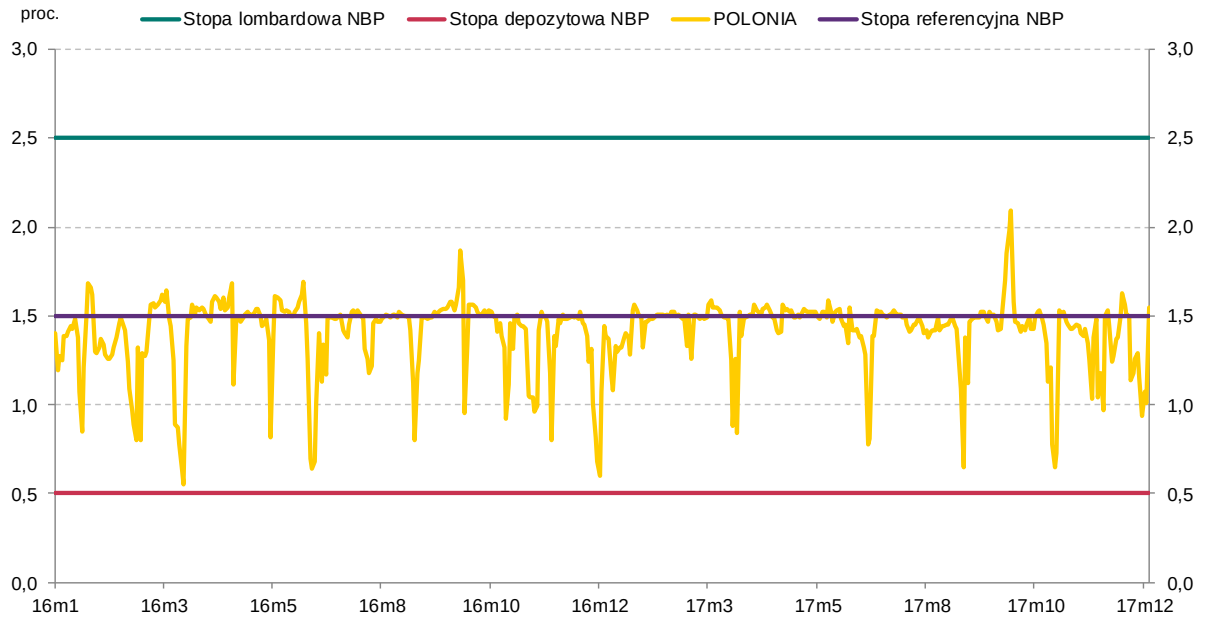
Poza operacjami podstawowymi w 2017 r. NBP stosował również operacje dostrajające, które pełniły rolę uzupełniającą w zakresie realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Przesłanką dla ich stosowania było dążenie do zapewnienia bankom możliwości zbilansowania ich pozycji płynnościowych w okresie utrzymywania rezerwy. Rentowności tych operacji były równe poziomowi stopy referencyjnej NBP i – w sposób analogiczny jak w przypadku rentowności operacji podstawowych – wpływały na cenę pieniądza na rynku międzybankowym.

W 2017 r. NBP przeprowadził 12 operacji dostrajających w ostatnich dniach roboczych okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Ponadto w 2017 r. NBP zastosował 8 operacji dostrajających w trakcie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W ramach operacji emitowane były przez NBP bony pieniężne z terminami zapadalności 1-, 2-, 3- i 4-dniowymi. Średni poziom operacji dostrajających wyniósł 1 696 mln zł w 2017 r. i był wyższy niż w 2016 r. o 433 mln zł.

Sposób zarządzania płynnością sektora bankowego przez NBP stwarzał bankom warunki do bilansowania własnych pozycji płynnościowych w perspektywie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Odzwierciedleniem powyższych uwarunkowań była skuteczność NBP w zakresie

realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej w 2017 r. Stawka POLONIA kształtowała się w opisywanym okresie na poziomach zbliżonych do wysokości stopy referencyjnej NBP. Średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP w 2017 r. wyniosło 12 pb, w porównaniu do 16 pb w 2016 r.[4]

Wykres 3 Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w latach 2016–2017



Źródło: dane NBP.

Rezerwa obowiązkowa

System rezerwy obowiązkowej sprzyjał realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej, oddziałując w kierunku stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Uśredniony charakter systemu rezerwy obowiązkowej stwarzał podmiotom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego, pod warunkiem utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej. Jednocześnie obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ograniczał skalę operacji otwartego rynku NBP, konieczną do absorpcji nadpłynności utrzymującej się w 2017 r. w sektorze bankowym.

W 2017 r. obowiązkowi utrzymania rezerwy obowiązkowej podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych, oddziały banków zagranicznych działające w Polsce, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa.

Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2017 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%.

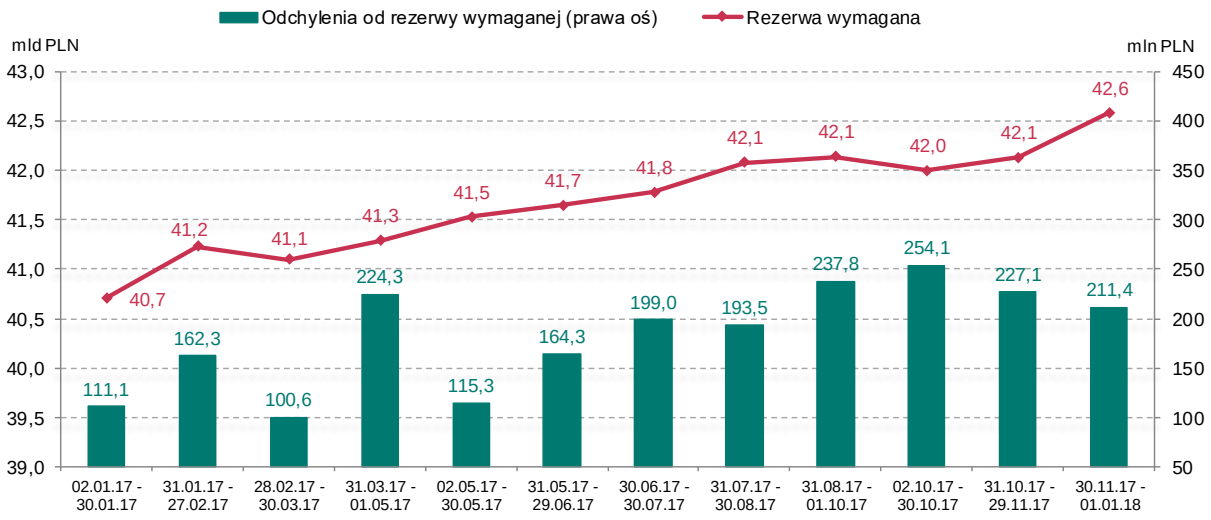
[4] Przytoczony wskaźnik obliczono jako średnie dzienne absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP (uśredniony moduł różnicy) przeliczone według bazy 365 dni.

Na dzień 31 grudnia 2017 r. wysokość rezerwy obowiązkowej ukształtowała się na poziomie 42 581 mln zł, w tym rezerwa obowiązkowa sektora bankowego wynosiła 42 282 mln zł, a rezerwa obowiązkowa spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej wynosiła 299 mln zł. Rezerwa obowiązkowa ogółem była wyższa o 2 548 mln zł w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2016 r., co oznacza wzrost o 6,36%. Głównym czynnikiem kształtującym przyrost rezerwy obowiązkowej w 2017 r. był wzrost depozytów w sektorze bankowym, od których naliczana była rezerwa obowiązkowa.

W 2017 r. we wszystkich okresach rezerwowych odnotowana została nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów w porównaniu z wymaganym poziomem rezerwy obowiązkowej. Jej minimalna wartość została osiągnięta w marcu (101 mln zł), a maksymalna – w październiku (254 mln zł). Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów rezerwy w 2017 r. wyniosła 183 mln zł i stanowiła 0,43% średniego poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej.

W 2017 r. odnotowano dwa przypadki nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej przez banki komercyjne.

Wykres 4 Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2017 r.



Źródło: dane NBP.

Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej w 2017 r. wynosiło 0,9 stopy referencyjnej NBP. Oznacza to, iż przeciętnie w trakcie roku kształtowało się ono na poziomie 1,35%.

W 2017 r. Rada zdecydowała o wprowadzeniu dwóch zmian w zakresie funkcjonowania systemu rezerwy obowiązkowej.

Zgodnie z decyzją z dnia 8 listopada 2017 r. – począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymywaniu od dnia 30 kwietnia 2018 r. – stopa rezerwy od środków przyjętych przez banki oraz sektor SKOK na okres co najmniej 2 lat wynosi 0,0%. Główną przesłanką wskazanej decyzji było ujednolicenie podejścia stosowanego wobec tych środków pozyskiwanych od podmiotów krajowych oraz zagranicznych objętych systemem rezerwy.

W dniu 5 grudnia 2017 r. Rada zdecydowała o obniżeniu od dnia 1 stycznia 2018 r. wysokości oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej do poziomu 0,5%.

Obie zmiany w zakresie funkcjonowania systemu rezerwy obowiązkowej mają sprzyjać zmniejszaniu skali niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów polskich instytucji objętych obowiązkiem utrzymywania rezerwy, poprzez wspieranie długoterminowego oszczędzania.

W 2017 r. Zarząd NBP podjął decyzję o kontynuacji zwolnienia banku spółdzielczego z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej w okresie realizacji programu postępowania naprawczego.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe (depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy) pełniły rolę instrumentów stabilizujących poziom płynności w sektorze bankowym oraz skalę wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym. Operacje te przeprowadzane były z inicjatywy banków. Przy ich wykorzystaniu podmioty te uzupełniały niedobory płynności albo lokowały nadwyżki środków w NBP, w obu przypadkach na okresy jednodniowe.

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

W 2017 r., podobnie jak w latach poprzednich, banki sporadycznie korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 13 mln zł (liczona za dni ich wykorzystania) w porównaniu do 1 350 mln zł w 2016 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego ukształtowało się w 2017 r. na poziomie 35 tys. zł (przy 3 667 tys. zł w 2016 r.).

W 2017 r. banki złożyły lokaty terminowe (depozyty na koniec dnia) w NBP ogółem w kwocie 309 mld zł (liczone za dni ich utrzymywania). Wspomniana wartość była o 8,8% wyższa od wyznaczonej w analogiczny sposób w roku poprzednim (284 mld zł). Łączna wysokość lokat składanych przez banki w danym dniu wahała się od 29 mln zł do 10 936 mln zł. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia w 2017 r. wyniósł 846 mln zł, w porównaniu do 772 mln zł w 2016 r. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w formie depozytu na koniec dnia w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Swapy walutowe

Wykorzystując transakcje typu swap walutowy, NBP może dokonywać kupna (lub sprzedaży) złotego za walutę obcą na rynku kasowym, przy jednoczesnej jego odsprzedaży (lub odkupie) w ramach transakcji terminowej w określonej dacie.

W 2017 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

Interwencje walutowe

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

W 2017 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki

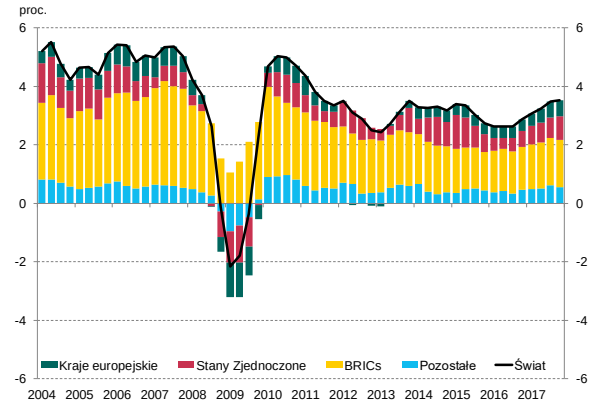
W 2017 r. utrzymywało się ożywienie aktywności gospodarczej na świecie (Wykres 5; Wykres 6). Korzystnej koniunkturze w wielu krajach sprzyjał rosnący popyt konsumpcyjny, a także wzrost aktywności inwestycyjnej i ożywienie w handlu światowym. Mimo poprawy koniunktury w gospodarce światowej dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki pozostała umiarkowana.

W strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, w 2017 r. dynamika PKB wzrosła (do 2,4% wobec 1,8% w 2016 r.; Wykres 6). Głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostał popyt wewnętrzny – w tym zarówno konsumpcja prywatna, jak i inwestycje. Dalszemu wzrostowi popytu wewnętrznego sprzyjał systematyczny wzrost zatrudnienia i płac, optymizm konsumentów i przedsiębiorców oraz ekspansywna polityka pieniężna EBC. W II połowie 2017 r. dodatkowym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej był rosnący eksport. Poprawa koniunktury w strefie euro wspierała ożywienie gospodarcze w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB również wzrosła (do 2,3% wobec 1,5% w 2016 r.), czemu sprzyjało ożywienie inwestycji przedsiębiorstw, choć nadal głównym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego była konsumpcja prywatna. Popyt konsumpcyjny wspierany był przez rosnące zatrudnienie i płace, a także zwiększenie się – na skutek wzrostu cen aktywów finansowych – majątku gospodarstw domowych.

W 2017 r. poprawiła się także koniunktura w gospodarkach wschodzących. W Chinach wzrost gospodarczy ustabilizował się po kilku latach spowalniania. Jednocześnie utrzymywały się obawy o narastanie nierównowag w tej gospodarce.

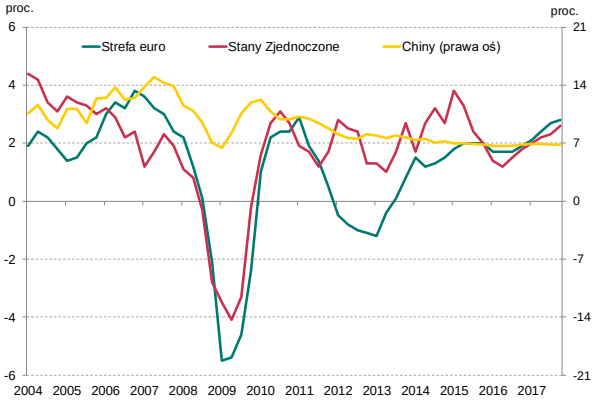
Wykres 5 Roczna dynamika PKB na świecie w latach 2004–2017 z podziałem na grupy krajów



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, MFW, obliczenia NBP.

Średnia dynamika PKB gospodarek stanowiących 80% światowego PKB (Australii, Brazylii, Chin, Francji, Hiszpanii, Indii, Indonezji, Japonii, Kanady, Korei Południowej, Meksyku, Niemiec, Rosji, Stanów Zjednoczonych, Szwajcarii, Turcji, Wielkiej Brytanii i Włoch), ważona PKB.

Wykres 6 Roczna dynamika PKB w wybranych gospodarkach w latach 2004–2017

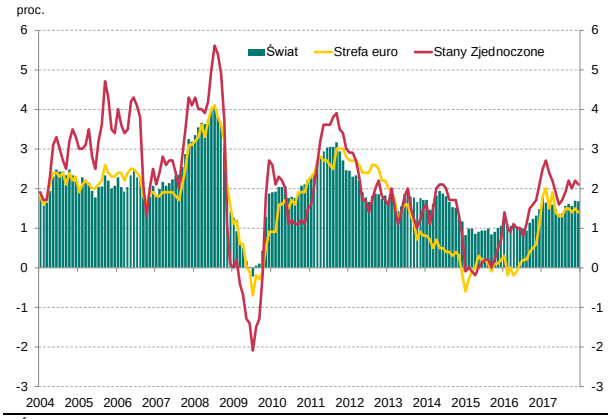


Źródło: dane Bloomberg.

Inflacja na świecie – po wzroście na początku roku – utrzymywała się na umiarkowanym poziomie, czemu w wielu krajach sprzyjała nadal niska inflacja bazowa. Dotyczyło to w szczególności strefy euro, gdzie dynamika cen pozostała niższa od celu inflacyjnego EBC. Z kolei w Stanach Zjednoczonych

inflacja kształtowała się w pobliżu celu Fed (Wykres 7). Wzrost inflacji na świecie wynikał głównie z wyższej dynamiki cen energii związanej ze zwiększeniem się cen surowców energetycznych. W kierunku wyższych cen surowców energetycznych oddziaływała poprawa koniunktury w gospodarce światowej, która przekładała się na wzrost popytu na te surowce. Ponadto do wzrostu cen ropy naftowej przyczyniało się ograniczenie podaży tego surowca związane z porozumieniem zawartym pod koniec 2016 r. przez kraje należące do OPEC i niektórych innych eksporterów. Jednocześnie ceny większości surowców rolnych na rynkach światowych – mimo utrzymującego się silnego wzrostu konsumpcji w gospodarce globalnej – spadły.

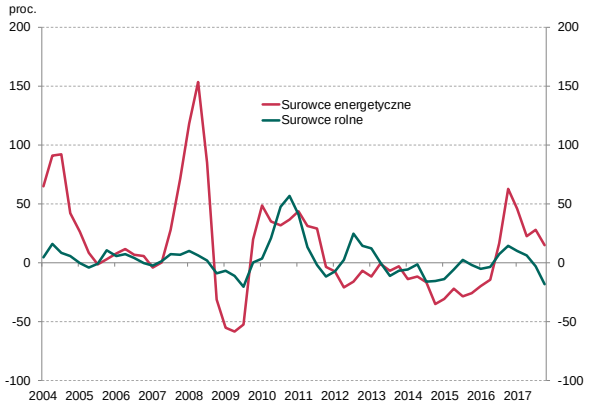
Wykres 7 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r) w latach 2004–2017



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB, ważona PKB. Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

Wykres 8 Roczna dynamika cen surowców energetycznych i rolnych (w dolarach amerykańskich) w latach 2004–2017



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzą ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych. W skład indeksu cen surowców energetycznych wchodzą ceny: węgla, ropy i gazu. System wag odwzorowuje strukturę zużycia nośników energii pierwotnej w gospodarce polskiej.

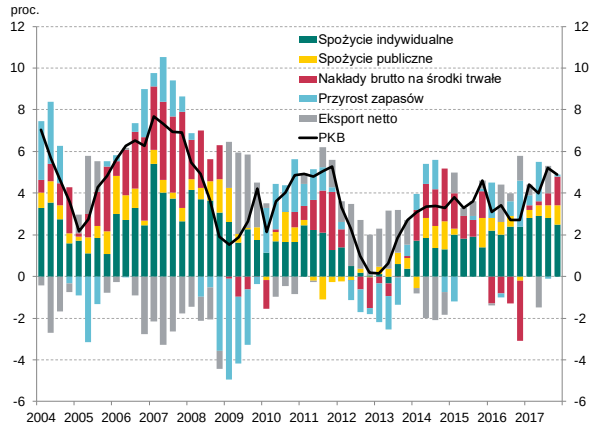
EBC – wobec wciąż umiarkowanej inflacji w strefie euro – utrzymywał w 2017 r. stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupował aktywa finansowe. W październiku zdecydował dodatkowo o przedłużeniu programu luzowania ilościowego przynajmniej do września 2018 r., zmniejszając przy tym skalę miesięcznych zakupów z 60 do 30 mld euro od początku 2018 r. Jednocześnie EBC sygnalizował, że stopy procentowe pozostaną niezmienione przez pewien czas po zakończeniu zakupów aktywów netto. Z kolei w Stanach Zjednoczonych Fed trzykrotnie podniósł przedział dla stopy *fed funds* (każdorazowo o 0,25 pkt proc.) – do 1,25–1,50%. Ponadto rozpoczął stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, ograniczając reinwestycje aktywów. Sygnalizował jednak, że w kolejnych latach jego suma bilansowa nie wróci do poziomu sprzed globalnego kryzysu finansowego, a stopy procentowe pozostaną prawdopodobnie niższe niż przed tym kryzysem.

Ceny akcji na świecie wyraźnie wzrosły w 2017 r. w warunkach ożywienia koniunktury w gospodarce światowej oraz nadal relatywnie łagodnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Ekspansywna polityka pieniężna oddziaływała także w kierunku aprecjacji walut gospodarek wschodzących oraz nadal relatywnie niskich rentowności obligacji skarbowych. Dotyczyło to w szczególności rentowności obligacji głównych krajów członkowskich strefy euro, które – pomimo wzrostu – nadal kształtowały się na poziomie zbliżonym do zera. W Stanach Zjednoczonych rentowności pozostały na wyraźnie wyższym poziomie niż w strefie euro z uwagi na stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed.

Załącznik 2. Produkt Krajowy Brutto

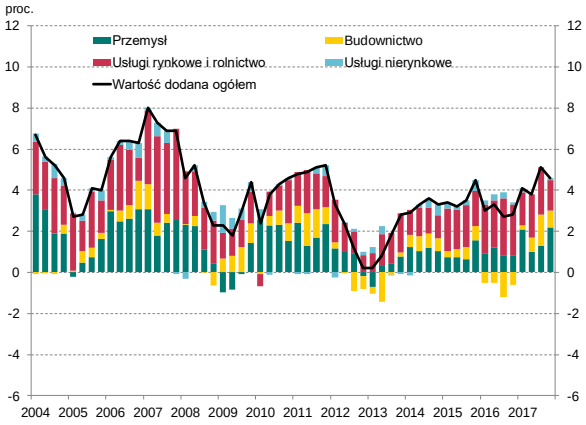
Wzrost realnego PKB w 2017 r. przyśpieszył do 4,6% z 3,0% rok wcześniej (Wykres 9; Tabela 1). Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był popyt konsumpcyjny. Jednocześnie nastąpiło ożywienie inwestycji. Wzrostowi gospodarczemu sprzyjała również dobra koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki, jednak dynamika eksportu nieco się obniżyła. W konsekwencji, przy szybszym wzroście importu, wkład eksportu netto do dynamiki PKB był jedynie nieznacznie dodatni.

Wykres 9 Roczna dynamika PKB i jej struktura w latach 2004–2017



Źródło: dane GUS.

Wykres 10 Roczna dynamika wartości dodanej i jej struktura w latach 2004–2017



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Usługi rynkowe i rolnictwo obejmują sekcje A i G-N klasyfikacji PKD: rolnictwo, handel, transport, zakwaterowanie i gastronomię, informację i komunikację, działalność finansową i ubezpieczeniową, obsługę rynku nieruchomości, działalność profesjonalną, naukową i techniczną oraz administrowanie i działalność wspierającą.

Usługi nierynkowe obejmują sekcje O, P i Q klasyfikacji PKD: administrację publiczną i obronę narodową, obowiązkowe zabezpieczenia społeczne, edukację, a także ochronę zdrowotną i pomoc społeczną.

Wzrostowi dynamiki spożycia indywidualnego w 2017 r. sprzyjało zwiększanie się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikające z dalszego wzrostu zatrudnienia i wyższej niż rok wcześniej dynamiki płac, a także wypłat świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus". Na wzrost konsumpcji prywatnej pozytywnie wpływały również bardzo dobre nastroje konsumentów. Ograniczająco na dynamikę spożycia indywidualnego w ujęciu realnym oddziaływała natomiast wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen konsumpcyjnych.

W 2017 r. wzrosły nakłady brutto na środki trwałe, po spadku w 2016 r. Największy wkład do tego wzrostu miały inwestycje publiczne, co było związane ze stopniową intensyfikacją wykorzystania środków unijnych z perspektywy finansowej 2014-2020. Rosły również inwestycje mieszkaniowe, którym sprzyjała zwiększająca się zdolność do finansowania zakupu mieszkań przez gospodarstwa domowe w warunkach wzrostu dochodów do dyspozycji i relatywnie niskiego oprocentowania kredytów.

W 2017 r. wkład eksportu netto do dynamiki PKB był nieznacznie dodatni, jednak niższy niż rok wcześniej, co wynikało z pewnego obniżenia się dynamiki eksportu w warunkach przyśpieszenia wzrostu importu.

Dekompozycja sektorowa dynamiki wartości dodanej wskazuje, że w 2017 r. wzrost gospodarczy obejmował wszystkie sektory. Głównymi motorami wzrostu były usługi i przemysł. Dodatni wkład do wzrostu wartości dodanej miało również budownictwo, czemu sprzyjał zarówno wzrost budowy obiektów infrastrukturalnych, jak i budynków mieszkalnych oraz komercyjnych (Wykres 10; Tabela 1).

Tabela 1 PKB i jego komponenty w latach 2009–2017

	2017		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017			
	Ceny bieżące (mld PLN)	proc. PKB	Roczna dynamika (w proc., ceny stałe roku poprzedniego)									Q1	Q2	Q3	Q4
PKB	1982,1	100,0	2,8	3,6	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,0	4,6	4,4	4,0	5,2	4,9
Popyt krajowy	1900,4	95,9	-0,2	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,7	4,1	5,8	4,0	5,1
Spożycie	1510,9	76,2	3,6	2,8	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	3,9	4,4	4,3	4,9
Spożycie indywidualne	1145,6	57,8	3,5	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,5	4,9	4,7	5,0
Akumulacja	389,6	19,7	-12,6	9,4	12,8	-3,9	-5,8	12,8	4,9	-2,4	6,2	5,0	11,9	2,8	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	350,3	17,7	-2,7	0,0	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	1,4	1,3	3,6	5,4
Eksport	1070,9	54,0	-5,9	13,1	7,9	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	11,2	4,5	9,2	8,2
Import	989,3	49,9	-12,4	14,3	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	11,1	8,0	7,0	8,9
Wartość dodana	1743,3	88,0	3,1	3,5	5,0	1,7	1,5	3,3	3,7	2,9	4,4	4,1	3,8	5,1	4,6
Przemysł	473,4	23,9	0,3	8,4	7,9	2,8	0,9	4,5	3,8	3,5	6,2	7,3	3,9	5,4	7,7
Budownictwo	128,0	6,5	10,1	4,9	13,5	-4,0	-5,0	9,0	6,4	-8,5	11,5	4,9	10,0	19,5	9,6
Usługi rynkowe i rolnictwo	893,8	45,1	2,7	1,9	3,4	2,6	2,9	2,3	3,7	4,9	3,5	3,1	3,8	4,3	3,0
Usługi nierynkowe	248,1	12,5	5,3	-0,3	1,1	0,1	0,9	1,7	2,0	1,3	0,7	1,5	0,3	0,0	1,0
			Wkład do rocznej dynamiki PKB (w pkt proc., ceny stałe roku poprzedniego)												
Popyt krajowy	-	-	-0,2	4,2	4,3	-0,5	-0,6	4,7	3,2	2,2	4,5	3,9	5,5	3,9	4,9
Spożycie	-	-	2,9	2,3	1,6	0,4	0,6	2,2	2,2	2,7	3,3	3,2	3,4	3,4	3,4
Spożycie indywidualne	-	-	2,1	1,6	2,0	0,5	0,2	1,5	1,8	2,3	2,7	2,8	2,9	2,8	2,5
Akumulacja	-	-	-3,1	1,9	2,7	-0,9	-1,2	2,5	1,0	-0,5	1,2	0,7	2,1	0,5	1,5
Nakłady brutto na środki trwałe	-	-	-0,6	0,0	1,8	-0,4	-0,2	1,9	1,2	-1,7	0,6	0,2	0,2	0,6	1,4
Eksport netto	-	-	3,1	-0,6	0,7	2,1	2,0	-1,4	0,6	0,8	0,1	0,5	-1,5	1,3	0,0
			Wkład do rocznej dynamiki wartości dodanej (w pkt proc., ceny stałe roku poprzedniego)												
Przemysł	-	-	0,1	2,1	1,9	0,7	0,2	1,1	1,0	0,9	1,6	2,1	1,0	1,3	2,2
Budownictwo	-	-	0,8	0,4	1,1	-0,3	-0,4	0,7	0,5	-0,7	0,8	0,2	0,7	1,5	0,8
Usługi rynkowe i rolnictwo	-	-	1,4	1,0	1,7	1,3	1,5	1,2	1,9	2,5	1,8	1,6	2,1	2,3	1,5
Usługi nierynkowe	-	-	0,8	0,0	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

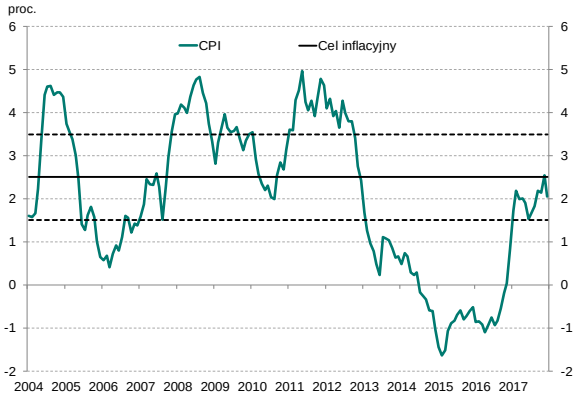
Usługi rynkowe i rolnictwo obejmują sekcje A i G-N klasyfikacji PKD: rolnictwo, handel, transport, zakwaterowanie i gastronomię, informację i komunikację, działalność finansową i ubezpieczeniową, obsługę rynku nieruchomości, działalność profesjonalną, naukową i techniczną oraz administrowanie i działalność wspierającą.

Usługi nierynkowe obejmują sekcje O, P i Q klasyfikacji PKD: administrację publiczną i obronę narodową, obowiązkowe zabezpieczenia społeczne, edukację, a także ochronę zdrowotną i pomoc społeczną. Wkłady do dynamiki PKB i dynamiki wartości dodanej mogą nie sumować się do łącznej dynamiki PKB i dynamiki wartości dodanej ze względu na zaokrąglenia.

Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

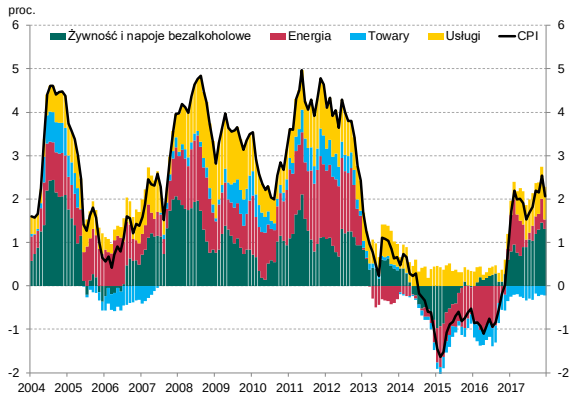
Średnioroczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrosła w 2017 r. do 2,0% (z -0,6% w roku poprzednim), kształtując się tym samym w pobliżu celu inflacyjnego NBP (Wykres 11; Wykres 12).

Wykres 11 Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego w latach 2004–2017



Źródło: dane GUS.

Wykres 12 Roczna dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii cen do dynamiki CPI w latach 2004–2017



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

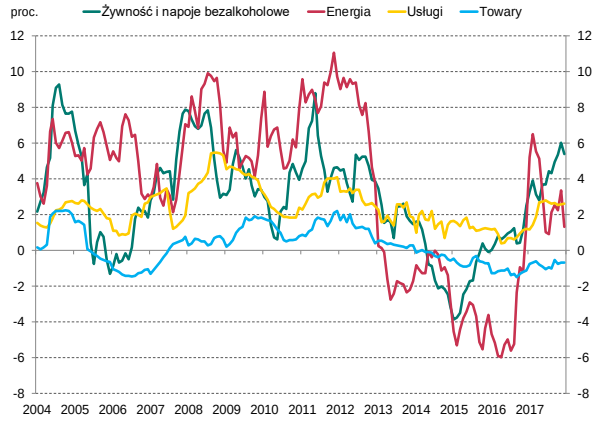
W 2017 r. głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej średniorocznej dynamiki cen w Polsce był wzrost dynamiki cen żywności i energii, przy wciąż niskiej – choć wyższej niż w poprzednim roku – inflacji bazowej (Wykres 12; Wykres 13; Wykres 14).

Do zwiększenia się dynamiki cen żywności przyczynił się spadek podaży niektórych produktów rolnych na świecie (mięsa, nabiału i masła) w warunkach utrzymującego się wysokiego globalnego popytu na te produkty. Ponadto wyższa dynamika cen żywności była związana z niekorzystnymi warunkami agrometeorologicznymi najpierw na południu Europy, a następnie w Polsce, które oddziaływały w kierunku niższej podaży warzyw i owoców. Jednocześnie – wraz z rosnącymi dochodami gospodarstw domowych – zwiększał się popyt konsumpcyjny, co dodatkowo sprzyjało wyższej dynamice krajowych cen żywności.

Roczna dynamika cen energii była w 2017 r. wyraźnie wyższa niż w poprzednich latach (Wykres 12; Wykres 13). Było to związane ze wzrostem cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych na światowych rynkach. Pod koniec roku dynamika cen energii obniżyła się na skutek oddziaływania statystycznych efektów bazy.

Utrzymywaniu się niskiej inflacji bazowej w 2017 r. sprzyjał dalszy spadek cen towarów związany z umiarkowaną inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki oraz aprecjacją złotego. Jednocześnie krajowa presja popytowa – mimo stopniowego wzrostu – była nadal ograniczona. Choć rosnący popyt konsumpcyjny oddziaływał w kierunku szybszego wzrostu cen usług, to w II połowie 2017 r. ich dynamika ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie (Wykres 13; Wykres 14).

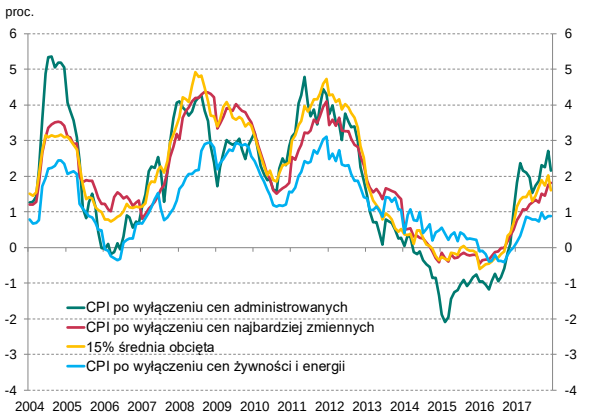
Wykres 13 Roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, energii, towarów oraz usług w latach 2004–2017



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 14 Wskaźniki inflacji bazowej w latach 2004–2017 (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2 Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wkład głównych grup do rocznej dynamiki CPI

	Wagi 2017	Roczna dynamika (w proc.) 2017												średnio
	proc.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	w roku
CPI	100,0	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	2,0
Inflacja bazowa	59,6	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9	0,9	0,7
Towary	31,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-1,0	-0,5	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8
Usługi	28,5	1,2	1,4	1,9	2,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,2	3,3	3,9	3,1	2,8	3,7	3,7	4,4	4,3	5,0	5,4	6,0	5,4	4,2
Przetworzona	13,2	2,6	2,7	2,9	2,5	3,3	3,5	4,1	4,6	4,8	4,6	5,6	5,2	3,9
Mleko, sery i jaja	3,1	2,5	3,4	3,8	4,0	4,6	4,9	5,4	5,9	6,5	7,1	11,5	11,4	5,9
Oleje i tłuszcze	1,0	9,6	10,4	11,4	8,9	12,3	12,8	16,9	21,5	23,9	23,2	21,9	17,5	16,0
Nieprzetworzona	11,1	4,1	5,3	3,4	3,1	4,1	3,9	4,8	3,9	5,2	6,3	6,6	5,7	4,7
Mięso	6,2	3,2	3,8	4,1	5,1	5,9	5,8	5,7	4,8	4,9	4,6	4,6	4,8	4,8
Warzywa	2,5	4,1	8,7	1,3	-1,0	-2,2	-2,0	1,6	0,8	5,2	7,6	8,0	4,9	2,9
Owoce	1,5	7,4	5,6	3,7	2,4	8,1	6,2	6,6	5,3	7,9	14,4	16,3	13,3	8,0
Energia	16,1	5,2	6,5	5,6	5,1	3,2	1,0	0,9	2,1	2,5	2,2	3,4	1,3	3,2
Nośniki energii	11,3	0,7	0,8	0,6	1,4	1,3	1,3	1,4	1,6	2,1	2,5	2,8	2,6	1,6
Paliwa	4,8	16,5	21,2	18,1	14,4	7,6	0,4	-0,1	3,5	3,6	1,6	4,7	-1,3	7,2
		wg 12 grup COICOP												
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,2	3,3	3,9	3,1	2,8	3,7	3,7	4,4	4,3	5,0	5,4	6,0	5,4	4,2
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,4	0,9	1,1	1,3	0,8	0,9	0,7	1,0	0,9	1,2	0,9	1,0	0,9	1,0
Odzież i obuwie	5,7	-5,5	-5,5	-5,5	-5,3	-5,1	-5,4	-5,7	-5,7	-4,6	-4,7	-4,6	-4,8	-5,2
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	20,5	1,2	1,3	1,3	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,6	1,9
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,1	0,5	0,6	0,9	0,3	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,3
Zdrowie	5,6	0,6	0,9	1,2	1,2	0,2	0,3	1,1	1,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,2
Transport	8,7	8,7	11,2	9,4	8,7	4,2	0,0	-0,8	1,8	1,6	0,4	2,3	-0,8	3,8
Łączność	5,2	-1,1	-1,2	-1,3	-0,7	1,7	1,6	1,7	1,2	1,7	1,6	1,5	1,5	0,7
Rekreacja i kultura	6,9	-1,2	-0,7	1,1	2,4	2,1	2,5	2,3	1,8	1,9	1,4	1,7	1,7	1,4
Edukacja	1,0	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,3	1,8	1,8	1,9	1,2
Restauracje i hotele	5,2	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	2,1	2,3	2,4	2,2	2,5	2,7	2,8	2,2
Inne towary i usługi	5,5	3,3	3,5	3,2	3,1	2,7	2,1	2,2	1,7	1,9	1,3	0,7	0,7	2,2
	Wagi 2017	Wkład do rocznej dynamiki CPI (w pkt proc.) 2017												średnio
	proc.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	w roku
CPI	100,0	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	2,0
Inflacja bazowa	59,6	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
Towary	31,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Usługi	28,5	0,3	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,2	0,8	1,0	0,8	0,7	0,9	0,9	1,1	1,0	1,2	1,3	1,5	1,3	1,0
Przetworzona	13,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5
Mleko, sery i jaja	3,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,2
Oleje i tłuszcze	1,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nieprzetworzona	11,1	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5
Mięso	6,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Warzywa	2,5	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Owoce	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Energia	16,1	0,8	1,0	0,9	0,8	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,5
Nośniki energii	11,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Paliwa	4,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,3
		wg 12 grup COICOP												
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,2	0,8	1,0	0,8	0,7	0,9	0,9	1,1	1,0	1,2	1,3	1,5	1,3	1,0
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Odzież i obuwie	5,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	20,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,1	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
Zdrowie	5,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Transport	8,7	0,7	0,9	0,8	0,7	0,4	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3
Łączność	5,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Rekreacja i kultura	6,9	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
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	5,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1

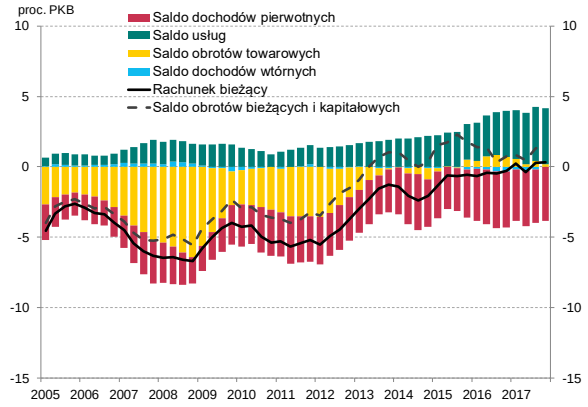
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Podana w tabeli inflacja bazowa oznacza inflację CPI po wyłączeniu cen żywności i energii.

Załącznik 4. Bilans płatniczy

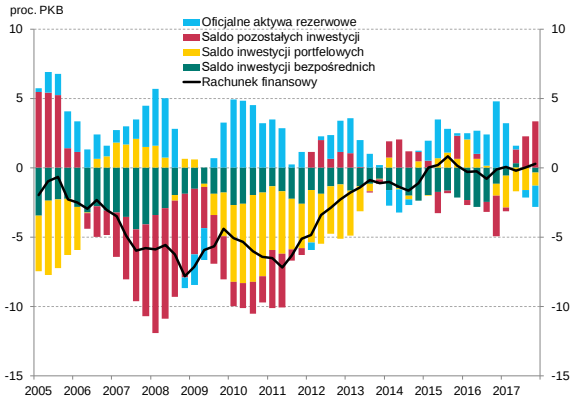
Saldo na rachunku obrotów bieżących w 2017 r. było nieznacznie dodatnie (wyniosło 6,5 mld zł, co w relacji do PKB stanowiło 0,3% wobec -0,3% rok wcześniej). W efekcie większość wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski poprawiła się lub utrzymała na zbliżonym poziomie do ubiegłego roku (Tabela 4).

Wykres 15 Saldo obrotów bieżących i kapitałowych oraz jego dekompozycja w latach 2005–2017 (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

Wykres 16 Saldo rachunku finansowego oraz jego dekompozycja w latach 2005–2017 (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

Dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących w 2017 r. było głównie wynikiem wysokiej nadwyżki w wymianie handlowej (Wykres 15; Tabela 3). Utrzymaniu się dodatniego salda handlowego sprzyjała rosnąca nadwyżka w handlu usługami. Ponadto w warunkach ożywienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki zwiększyła się wartość polskiego eksportu towarów. Towarzyszył temu jednak silniejszy wzrost wartości importu towarów, któremu sprzyjały w szczególności wyższe ceny ropy naftowej na światowych rynkach oraz przyśpieszenie popytu krajowego. W konsekwencji saldo obrotów towarowych pozostało dodatnie, ale obniżyło się wobec poprzedniego roku. Jednocześnie saldo dochodów pierwotnych pozostało znacząco ujemne, co wynikało przede wszystkim z utrzymującego się wysokiego poziomu dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich, uzyskanych w warunkach dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw działających w Polsce.

W ślad za wzrostem napływu funduszy unijnych w 2017 r. – zwłaszcza z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego i Funduszu Spójności – zwiększyła się nadwyżka na rachunku kapitałowym. W konsekwencji łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego wzrosło do 1,6% PKB z 0,8% w 2016 r.

Tabela 3 Bilans płatniczy (w mln PLN) w latach 2009–2017[5]

Bilans płatniczy	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rachunek bieżący	-54 261	-77 770	-81 497	-60 477	-21 039	-35 655	-10 229	-5 380	6 498
Saldo obrotów towarowych	-33 187	-43 677	-54 790	-34 128	-1 345	-13 634	9 326	12 834	3 541
Saldo usług	21 715	13 174	21 073	25 145	32 070	37 922	45 610	61 428	79 117
Saldo dochodów pierwotnych	-38 603	-47 108	-50 914	-50 874	-50 016	-58 369	-61 535	-73 544	-75 712
Saldo dochodów wtórnych	-4 186	-159	3 134	-620	-1 748	-1 575	-3 630	-6 098	-448
Rachunek kapitałowy	22 097	25 705	30 618	35 711	37 857	41 990	42 510	19 536	25 038
Rachunek finansowy	-60 189	-92 928	-80 227	-37 276	-18 676	-19 557	2 296	-2 111	5 523
Inwestycje bezpośrednie: aktywa	19 262	28 075	12 944	4 237	-10 502	21 297	18 194	44 732	16 247
Inwestycje bezpośrednie: pasywa	43 754	53 939	53 575	23 929	2 809	62 025	56 860	66 444	23 178
Inwestycje portfelowe: aktywa	4 270	-488	-2 796	1 395	6 891	17 603	41 711	-24 840	4 776
Inwestycje portfelowe: pasywa	47 935	87 130	47 426	65 455	7 289	9 964	29 846	-9 403	23 652
Pozostałe inwestycje: aktywa	-17 026	11 878	11 060	7 179	5 286	12 751	19 478	9 547	19 182
Pozostałe inwestycje: pasywa	25 254	39 231	18 942	-11 668	11 067	1 097	-10 166	64 316	-47 072
Pochodne instrumenty finansowe	5 850	1 789	525	-8 942	-2 200	-62	-3 663	539	-4 372
Oficjalne aktywa rezerwowe	44 398	46 118	17 983	36 571	3 014	1 940	3 116	89 268	-30 552
Saldo błędów i opuszczeń	-28 025	-40 863	-29 348	-12 510	-35 494	-25 891	-29 985	-16 267	-26 013

Źródło: dane NBP.

Saldo rachunku finansowego pozostało w 2017 r. zbliżone do zera. W kierunku poprawy salda oddziaływało niższe niż w 2016 r. zaangażowanie inwestorów bezpośrednich w Polsce, związane w szczególności ze znaczącą jednostkową transakcją kupna przez podmiot krajowy od inwestora zagranicznego jednego z największych polskich banków (Wykres 16). Jednocześnie, przy dobrych nastrojach na światowych rynkach i korzystnych danych z polskiej gospodarki, utrzymał się znaczący napływ kapitału portfelowego na rynek skarbowych papierów wartościowych. Największa zmiana wobec poprzedniego roku dotyczyła salda transakcji w pozostałych inwestycjach i wartości oficjalnych aktywów rezerwowych, co wynikało głównie z transakcji dokonywanych przez NBP[6] (Wykres 16; Tabela 3).

Tabela 4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w latach 2009–2017

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Saldo obrotów bieżących/PKB (w proc.)	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,3
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w proc.)	-2,3	-3,6	-3,2	-1,5	1,0	0,4	1,8	0,8	1,6
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB (w proc.)	-0,8	-2,1	-2,2	-0,6	1,9	1,4	3,1	4,0	4,2
Oficjalne aktywa rezerwowe (w miesiącach importu towarów i usług)	5,2	5,5	5,7	5,5	5,2	5,3	5,3	6,4	4,8
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB (w proc.)	58,3	65,5	70,7	70,2	69,8	72,7	71,8	75,9	66,5
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w proc.)	-57,3	-65,1	-62,4	-65,3	-68,9	-69,1	-62,1	-60,7	-60,7

Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

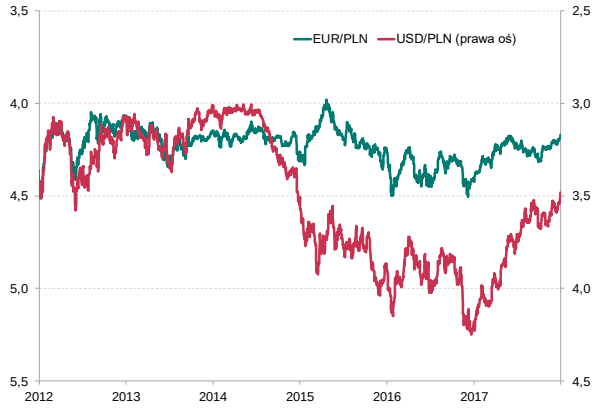
Korzystne dane z polskiej gospodarki i dobre nastroje na rynkach finansowych, związane w szczególności z nadal ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych, sprzyjały aprecjacji walut rynków wschodzących, w tym złotego. W konsekwencji kurs polskiej waluty w 2017 r.

[5] 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.

[6] Zmiana salda transakcji w pozostałych inwestycjach była przede wszystkim związana z zamykaniem przez NBP transakcji repo. Transakcje NBP służyły zarządzaniu płynnością aktywów rezerwowych i zwiększeniu dochodowości rezerw. Towarzyszył temu spadek oficjalnych aktywów rezerwowych.

umocnił się względem głównych walut, czego efektem było także umocnienie kursu efektywnego, tj. wobec najważniejszych parterów handlowych Polski (Wykres 17; Wykres 18).

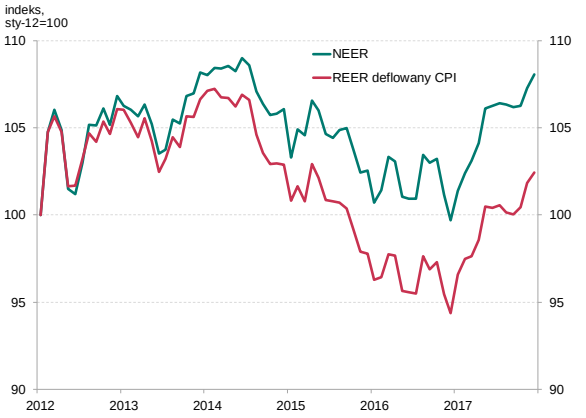
Wykres 17 Nominalny kurs złotego względem głównych walut w latach 2012–2017



Źródło: dane NBP.

Wartości na osiach pionowych zostały przedstawione w kolejności odwrotnej, w związku z czym wzrost oznacza aprecjację złotego.

Wykres 18 Realny i nominalny efektywny kurs walutowy w latach 2012–2017



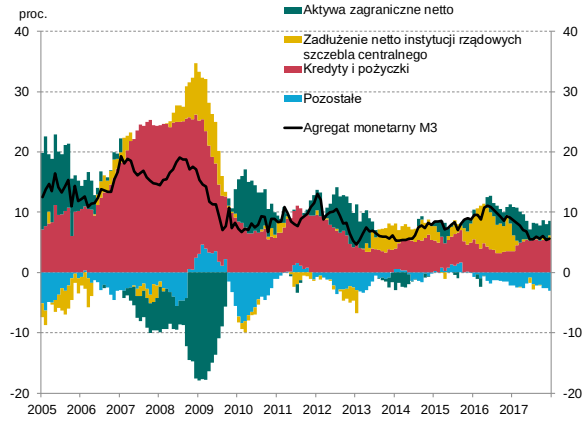
Źródło: dane BIS.

Wzrost oznacza aprecjację złotego.

Załącznik 5. Pieniądz i kredyt

W 2017 r. – podobnie jak w poprzednich latach – podaż pieniądza M3 wzrosła, jednak jej dynamika była niższa niż w 2016 r. (średnioroczna dynamika transakcyjna wyniosła 6,5% r/r w 2017 r. wobec 9,7% r/r w 2016 r.; Wykres 19). Głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza w 2017 r. był stabilny i niższy od wzrostu nominalnego PKB wzrost kredytów dla sektora niefinansowego (5,4% r/r w 2017 r. wobec 5,1% r/r w 2016 r.; Wykres 20)[7]. Towarzyszył temu spadek dynamiki zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego (do 1,6% r/r w 2017 r. wobec 37,7% r/r w 2016 r.).

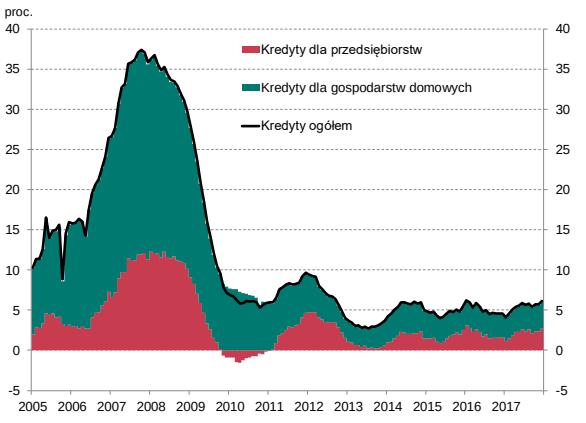
Wykres 19 Roczna dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych czynników kreacji pieniądza w latach 2005–2017 (dane transakcyjne)



Źródło: dane NBP.

Kategoria Pozostałe *obejmuje: (i) należności monetarnych instytucji finansowych z tytułu dłużnych oraz udziałowych papierów wartościowych; (ii) aktywa trwałe (bez aktywów finansowych); oraz (iii) zobowiązania finansowe o terminie pierwotnym powyżej 2 lat, które nie są uwzględniane w agregacie monetarnym M3 i w związku z tym – w celu zapewnienia porównywalności – są ujęte w statystyce czynników kreacji pieniądza ze znakiem minus.*

Wykres 20 Roczna dynamika kredytów dla sektora niefinansowego oraz wkład głównych składowych w latach 2005–2017 (dane transakcyjne)



Źródło: dane NBP.

Seria Kredyty ogółem *– poza kredytami dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych – zawiera kredyty dla instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych. Ze względu na znikomy wpływ na dynamikę kredytów ogółem wkład tej kategorii nie został wyszczególniony na wykresie.*

Najważniejszym źródłem akcji kredytowej w 2017 r. były rosnące w stabilnym tempie kredyty dla gospodarstw domowych (4,7% r/r w 2017 r. wobec 4,5% r/r w 2016 r.). Przyrost kredytów w tym sektorze wynikał w niemal równym stopniu ze wzrostu kredytów konsumpcyjnych (8,2% r/r zarówno w 2017 r., jak i 2016 r.) oraz mieszkaniowych (3,3% r/r w 2017 r. wobec 2,8% r/r w 2016 r.; Wykres 21). Wzrostowi kredytów dla sektora gospodarstw domowych sprzyjała korzystna sytuacja na rynku pracy, dobre nastroje konsumentów, a także stabilne oprocentowanie kredytów[8].

Istotnym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla sektora niefinansowego w 2017 r. był również przyrost kredytów dla przedsiębiorstw, którego dynamika była podobna jak w 2016 r. (6,8% r/r w 2017 r. wobec 6,5% r/r w 2016 r.; Wykres 22). Wzrostowi kredytu dla przedsiębiorstw sprzyjała korzystna sytuacja finansowa firm oraz zbliżone do poprzedniego roku oprocentowanie kredytów dla tych podmiotów[9]. Głównym czynnikiem zwiększania się zadłużenia firm pozostał wzrost kredytów inwestycyjnych (8,0%

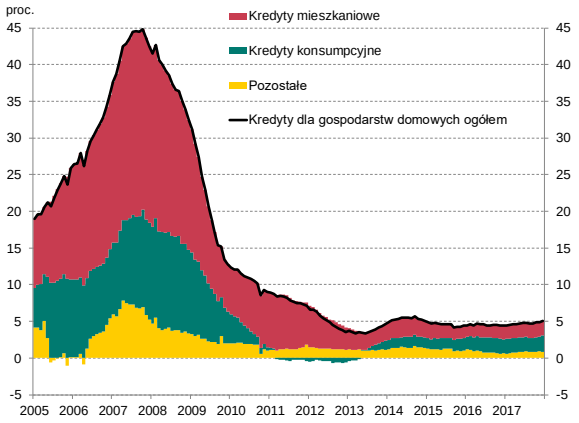
[7] Nominalny PKB wzrósł w 2017 r. o 6,7% r/r.

[8] Średnie oprocentowanie kredytów złotowych według nowych i renegocjowanych umów dla sektora gospodarstw domowych i instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych wyniosło 6,2% w 2017 r. wobec 6,3% w 2016 r.

[9] Średnie oprocentowanie kredytów złotowych według nowych i renegocjowanych umów dla sektora przedsiębiorstw niefinansowych wyniosło 3,7% w 2017 r. wobec 3,5% w 2016 r.

r/r w 2017 r. wobec 8,2% r/r w 2016 r.) wspierany przez przyśpieszenie wzrostu gospodarczego. Ponadto w 2017 r. zwiększyła się dynamika kredytów bieżących (4,9% r/r w 2017 r. wobec 2,6% r/r w 2016 r.)[10].

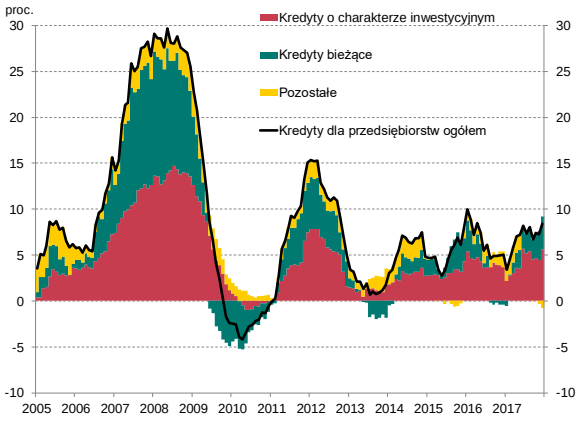
Wykres 21 Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych w latach 2005–2017 (dane transakcyjne)



Źródło: dane NBP.

Do kategorii Pozostałe *zaliczane są operacyjne i inwestycyjne kredyty dla drobnych przedsiębiorstw.*

Wykres 22 Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych w latach 2005–2017 (dane transakcyjne)



Źródło: dane NBP.

Do kategorii Pozostałe *zaliczane są m.in. kredyty na zakup papierów wartościowych.*

Rosnąca akcja kredytowa oddziaływała w kierunku wzrostu depozytów, w tym głównie bieżących. Depozyty bieżące, które stanowiły w 2017 r. 60,9% depozytów ogółem, wzrosły w podobnym tempie jak w poprzednim roku (15,0% r/r zarówno w 2017 r., jak i 2016 r.). Natomiast depozyty z terminem pierwotnym do 2 lat obniżyły się (spadek o 5,7% r/r w 2017 r. wobec wzrostu o 2,8% r/r w 2016 r.). Jednocześnie ilość gotówki w obiegu wzrosła, choć mniej niż w 2016 r. (9,4% r/r w 2017 r. wobec 16,0% r/r w 2016 r.).

[10] Wyższa dynamika przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw w I połowie 2017 r. mogła po części wynikać z jednorazowej transakcji dokonanej przez jeden podmiot gospodarczy w marcu tego roku. Transakcja ta dotyczyła zamiany zadłużenia zagranicznego na krajowe w kwocie ok. 7 mld PLN, co stanowiło około 32% całkowitego rocznego wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 stycznia 2017 r.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej na tle sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Rada omawiała sytuację gospodarczą za granicą pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Wskazywano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany. Podkreślano, że w strefie euro dynamika aktywności gospodarczej jest stabilna, ale zróżnicowana w poszczególnych jej krajach. Oceniano, że w Niemczech wzrost gospodarczy w IV kw. ub.r. prawdopodobnie przyśpieszył, czemu jednak towarzyszyło spowolnienie w większości pozostałych gospodarek strefy euro, w tym we Włoszech. Podkreślano, że wzrost gospodarczy w Niemczech jest wspierany przez stabilny wzrost konsumpcji oraz zwiększanie się dynamiki eksportu, czemu sprzyja poprawa koniunktury w światowym przemyśle i lepsza sytuacja gospodarcza części partnerów handlowych tego kraju. Wskazywano na sygnały wzrostu dynamiki aktywności gospodarczej w Chinach i utrzymujące się ożywienie w Stanach Zjednoczonych. Zwracano uwagę na bardzo dobre nastroje amerykańskich konsumentów oraz dalszą poprawę sytuacji na tamtejszym rynku pracy wyrażającą się zarówno w zwiększaniu się zatrudnienia, jak i we wzroście płac. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę na obniżenie się stopy bezrobocia w Stanach Zjednoczonych poniżej szacowanego tam poziomu równowagi.

W trakcie dyskusji na temat procesów inflacyjnych za granicą podkreślano, że w ostatnich miesiącach inflacja w wielu gospodarkach wzrosła. Zaznaczano jednocześnie, że w strefie euro – pomimo pewnego wzrostu – inflacja jest nadal niska, do czego przyczynia się wciąż słaba presja popytowa w tej gospodarce. Podkreślano, że wzrost inflacji na świecie jest związany głównie ze wzrostem cen surowców energetycznych, przede wszystkim ropy naftowej, w ostatnich miesiącach. Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach ceny ropy naftowej nie powinny rosnąć, czemu będzie sprzyjać wciąż wysoka podaż tego surowca, kształtowana przez ponowny wzrost jego wydobycia w Stanach Zjednoczonych oraz dążenie Iranu do zwiększenia udziału w rynku. Zwracano uwagę, że wzrostowi cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach towarzyszył spadek cen surowców rolnych, głównie zbóż, co może dodatkowo ograniczać skalę wzrostu inflacji na świecie.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program zakupu aktywów finansowych. Zaznaczono, że termin tego programu został w grudniu ub.r. przedłużony, przy jednoczesnym zmniejszeniu miesięcznej skali zakupów. Oceniano, że decyzja ta oznacza poluzowanie warunków monetarnych w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki. Zwrócono również uwagę na podwyższenie stóp procentowych przez Fed w grudniu i ich prawdopodobny dalszy wzrost w bieżącym roku. Podkreślano przy tym, że – według oczekiwań Fed – stopy procentowe w dłuższym okresie prawdopodobnie nie wzrosną do poziomu sprzed

globalnego kryzysu finansowego. Członkowie Rady zwracali także uwagę, że w ostatnim okresie nastąpiła poprawa nastrojów na rynkach finansowych.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, oceniano, że w IV kw. ub.r. wzrost PKB kształtował się prawdopodobnie nadal na obniżonym poziomie. Dostępne prognozy wskazują, że ograniczająco na dynamikę PKB oddziaływał utrzymujący się spadek inwestycji związany w dużej mierze z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Jak zaznaczała część członków Rady, dynamika inwestycji była również obniżana przez niepewność utrzymującą się wśród przedsiębiorstw. Wskazywano, że w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego oddziaływał natomiast rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez poprawę na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów i wypłaty świadczeń wychowawczych.

W trakcie dyskusji na temat sytuacji na rynku pracy zwracano uwagę na dalszy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach i utrzymywanie się stopy bezrobocia na niskim poziomie. Zaznaczano przy tym, że wyniki Badania Ekonomicznej Aktywności Ludności w III kw. ub.r. wskazują na osłabienie wzrostu liczby pracujących w gospodarce. Oceniano, że spowolnienie wzrostu liczby pracujących może być częściowo związane z obniżeniem dynamiki PKB oraz ograniczeniami w podaży pracy. Wskazywano, że dynamika płac jest dotychczas umiarkowana, choć w nadchodzących kwartałach prawdopodobne jest jej przyśpieszenie. W związku z tym zwracano uwagę na sygnalizowany przez przedsiębiorstwa wzrost żądań płacowych w IV kw. ub.r. Podkreślano też, że w 2017 r. dynamika płac będzie dodatkowo wspierana przez podwyższenie płacy minimalnej.

Członkowie Rady oceniali, że obserwowane w II połowie 2016 r. spowolnienie dynamiki PKB jest przejściowe, a w 2017 r. wzrost gospodarczy powinien przyśpieszyć. W opinii członków Rady przyśpieszeniu wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie sprzyjać stopniowe zwiększanie się dynamiki inwestycji przy jednocześnie stabilnym wzroście konsumpcji. Podkreślano, że miesięczne dane sygnalizują pewną poprawę aktywności gospodarczej w ostatnim okresie. Wskazywano na wyższą od oczekiwań dynamikę produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w listopadzie ub.r., a także na wyraźną poprawę nastrojów w przemyśle w grudniu. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę na istotny wzrost dynamiki produkcji materiałów wykorzystywanych w budownictwie, który nastąpił w ostatnich miesiącach 2016 r. Ich zdaniem może być to sygnał ożywienia inwestycji budowlanych. W ocenie niektórych członków Rady wzrostowi inwestycji budowlanych będzie sprzyjać również rozpoczęty niedawno program „Mieszkanie Plus". Większość członków Rady była zdania, że – wobec dobrej sytuacji na rynku pracy i wypłat świadczeń wychowawczych – perspektywy popytu konsumpcyjnego pozostają korzystne. Zwracano jednak uwagę, że wyższe ceny energii, w tym paliw, ograniczą możliwość zwiększenia wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na inne cele, przez co będą oddziaływały negatywnie na dynamikę popytu w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego przez niektóre instytucje w ostatnim okresie.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, podkreślano, że w grudniu ub.r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych istotnie wzrosła, choć nadal jest umiarkowana. Zwracano także uwagę na dalszy wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu. Zaznaczano jednak, że do wzrostu dynamiki cen przyczyniają się głównie wyższe niż rok wcześniej ceny surowców

energetycznych na rynkach światowych oraz mocniejszy kurs dolara. Argumentowano, że dynamika cen jest nadal ograniczana przez niską presję inflacyjną za granicą oraz ujemną lukę popytową w krajowej gospodarce. Część członków Rady wskazywała przy tym na wciąż zbliżoną do zera inflację bazową.

Członkowie Rady oceniali, że w najbliższych miesiącach dynamika cen będzie nadal rosnąć, czemu będą sprzyjać wyższe niż rok wcześniej ceny surowców energetycznych oraz oczekiwane przyśpieszenie wzrostu gospodarczego. Zwracano także uwagę na podwyższenie prognoz dynamiki cen w Polsce w ostatnim okresie. Część członków Rady oceniała, że inflacja może rosnąć szybciej od formułowanych obecnie oczekiwań. Wskazywali oni przy tym na prawdopodobny wzrost dynamiki płac w kolejnych kwartałach oraz na możliwe – w ich ocenie – zwiększenie presji popytowej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika cen w kolejnych miesiącach będzie nadal umiarkowana, a bieżące prognozy nie wskazują na ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w kolejnych kwartałach. Członkowie ci podkreślali też, że – pomimo sygnalizowanego przez przedsiębiorstwa nasilenia żądań płacowych – dynamika płac pozostaje umiarkowana, jedynie nieznacznie przewyższając dynamikę wydajności pracy. Ponadto z uwagi na brak oczekiwań na dalszy wzrost cen surowców, czynnik ten podwyższy wskaźnik inflacji jedynie przejściowo. Podkreślano również, że wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach prawdopodobnie nie przekroczy istotnie tempa wzrostu produktu potencjalnego, przez co presja popytowa będzie nadal ograniczona.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one pozostać niezmienione. Członkowie Rady podkreślali, że choć bieżąca dynamika cen wyraźnie wzrosła w ostatnich miesiącach, a prognozy inflacji zostały podwyższone, to przyczyniły się do tego głównie czynniki zewnętrzne, których wpływ w średnim okresie powinien wygasać. Jednocześnie wskazywano, że – wraz ze wzrostem inflacji – poziom stóp procentowych w ujęciu realnym obniży się, co powinno wspierać oczekiwane przyśpieszenie wzrostu gospodarczego. Rada podtrzymała ocenę, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Członkowie Rady wskazywali, że – w świetle dostępnych informacji – najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że biorąc pod uwagę oczekiwany wzrost inflacji i związane z tym obniżenie stóp procentowych w ujęciu realnym, w przyszłości uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp powinny brać pod uwagę ich wpływ na kształtowanie się oszczędności w polskiej gospodarce. Inni członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę, że decyzje Rady powinny również uwzględniać ich oddziaływanie na koszt kredytu. Część członków Rady wskazywała natomiast, że wobec braku ryzyka przekroczenia celu inflacyjnego w kolejnych kwartałach obecnie trudno ocenić, kiedy może być uzasadnione rozważanie podwyższenia stóp. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że podwyższenie stóp mogłoby negatywnie wpływać na dynamikę inwestycji przedsiębiorstw.

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 8 lutego 2017 r.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej na tle sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Wskazywano, że wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostaje umiarkowany. Podkreślano, że w strefie euro utrzymuje się stopniowe ożywienie, wspierane głównie przez rosnący popyt konsumpcyjny oraz prawdopodobne przyśpieszenie inwestycji. Zwracano uwagę na poprawę nastrojów w europejskim przemyśle i wzrost zamówień eksportowych w Niemczech, który sprzyjał wyższej aktywności w polskim sektorze przetwórczym. Wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych – pomimo obniżenia dynamiki PKB w IV kw. ub.r. – utrzymuje się korzystna koniunktura, nadal wspierana przez dobre nastroje amerykańskich konsumentów oraz poprawę sytuacji na rynku pracy wyrażającą się zarówno w zwiększaniu zatrudnienia, jak i wzroście płac. Zaznaczano, że w IV kw. ub.r. w Stanach Zjednoczonych wzrosły również inwestycje, wspierane przez ożywienie aktywności w sektorze wydobywczym w warunkach wyższych cen ropy naftowej. Zwrócono uwagę, że wyższe ceny ropy sprzyjają również poprawie koniunktury w krajach eksportujących ten surowiec, w tym w Rosji. Podkreślano, że w Chinach w IV kw. ub.r. – po kilku latach spowolnienia – wzrost PKB nieznacznie przyśpieszył. Zaznaczano przy tym, że wzrost gospodarczy w tym kraju w całym 2016 r. był najniższy od ponad dwudziestu lat.

Zwracano uwagę, że prognozy koniunktury w gospodarce światowej poprawiły się w ostatnim okresie i wskazują na przyśpieszenie dynamiki globalnego PKB w bieżącym roku. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wzrost gospodarczy na świecie pozostanie prawdopodobnie niski w kolejnych latach. Członkowie ci wskazywali na wciąż słaby wzrost inwestycji w krajach rozwiniętych oraz niską dynamikę płac ograniczającą perspektywy przyśpieszenia konsumpcji. Omawiano ryzyka dla wzrostu gospodarczego na świecie związane z prognozowanym dalszym spowolnieniem w Chinach oraz możliwością nasilenia się protekcjonizmu w handlu międzynarodowym. Podkreślano również, że czynnikiem ryzyka dla części gospodarek wschodzących jest wzrost kosztów obsługi długu denominowanego w dolarze amerykańskim związany z zacieśnieniem polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

Dyskutując na temat procesów cenowych za granicą, wskazywano, że w ostatnich miesiącach w wielu gospodarkach wyraźnie wzrosła inflacja. Podkreślano, że jest to głównie związane z wyższymi niż rok wcześniej cenami surowców, przede wszystkim ropy naftowej, a także węgla i surowców rolnych. Zaznaczano jednocześnie, że w strefie euro utrzymuje się słaba presja popytowa, przez co inflacja bazowa kształtuje się nadal na niskim poziomie, choć jest zróżnicowana pomiędzy krajami strefy euro. Członkowie Rady oceniali, że inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki powinna się ustabilizować w kolejnych kwartałach, czemu będzie sprzyjać stabilizacja cen ropy naftowej.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program zakupu aktywów finansowych. Wskazywano również, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje kontynuację podwyższania stóp procentowych w bieżącym roku.

Zwracano jednocześnie uwagę, że od ostatniego posiedzenia Rady w dalszym ciągu poprawiały się nastroje na rynkach finansowych.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zwracano uwagę na wstępne dane o PKB w 2016 r., które wskazują, że roczne tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. ub.r. było prawdopodobnie zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych i społecznych. Podkreślano, że wzrostowi dynamiki konsumpcji towarzyszyło prawdopodobne ograniczenie spadku inwestycji, do którego przyczyniło się zwiększenie wykorzystania środków z nowej perspektywy finansowej UE. Zdaniem niektórych członków Rady w kierunku niskiej dynamiki inwestycji mogła jednak nadal oddziaływać niepewność wśród przedsiębiorstw.

Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy powinien przyśpieszyć. Część członków Rady zwracała uwagę na podwyższenie prognoz wzrostu PKB w ostatnim okresie. Przyśpieszeniu wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie sprzyjać rosnąca dynamika inwestycji, wspierana przez dalsze zwiększanie wykorzystania środków z nowej perspektywy finansowej UE. Jak argumentowała część członków Rady, na wzrost nakładów brutto na środki trwałe w kolejnych kwartałach wskazuje dynamicznie rosnąca liczba podpisywanych przez jednostki samorządu terytorialnego umów na realizację projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w warunkach dobrej sytuacji finansowej samorządów ich zdolność do współfinansowania tych projektów jest względnie wysoka. Jednak – w ocenie niektórych członków Rady – nie można wykluczyć, że dynamika inwestycji pozostanie na niskim poziomie w perspektywie kolejnych kwartałów.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, wskazywano na wzrost rocznej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach. Zaznaczano, że do wzrostu cen przyczyniają się głównie – podobnie jak w wielu innych krajach – wyższe niż rok wcześniej ceny surowców na rynkach światowych. Zwracano uwagę na wzrost dynamiki cen energii związany z wyższymi cenami surowców energetycznych, a także na wzrost cen żywności, zwłaszcza nieprzetworzonej. Argumentowano, że wewnętrzna presja inflacyjna jest jednak nadal ograniczana przez umiarkowaną dynamikę jednostkowych kosztów pracy oraz ujemną lukę popytową w krajowej gospodarce. W tym kontekście zwracano uwagę na wciąż niski poziom inflacji bazowej.

Członkowie Rady podkreślali, że krótkookresowe prognozy wskazują, iż w pierwszych miesiącach roku inflacja wyraźnie wzrośnie. Zaznaczano jednak, że do wzrostu inflacji będą się nadal przyczyniały głównie efekty wzrostu cen surowców na rynkach światowych, które z czasem będą wygasać. W rezultacie ten wpływ wzrostu światowych cen paliw na roczną stopę inflacji w Polsce w kolejnych kwartałach ustabilizuje się, a nawet może się zmniejszyć. Analizując czynniki wpływające na inflację w średnim okresie, zwracano uwagę, że wzrost gospodarczy – pomimo pewnego przyśpieszenia w bieżącym roku – nie przekroczy wyraźnie dynamiki potencjalnego PKB, nie powodując tym samym nadmiernej presji popytowej. Ponadto podkreślano, że dynamika płac – pomimo sygnalizowanego przez przedsiębiorstwa nasilenia żądań płacowych – pozostaje umiarkowana i nie jest znacząco wyższa od dynamiki wydajności pracy. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że – wobec systematycznie obniżającego się bezrobocia oraz stopniowego wzrostu oczekiwań inflacyjnych – wzrost płac może

w kolejnych kwartałach istotnie przyśpieszyć. Dodatkowo presja popytowa może – ich zdaniem – narastać szybciej niż dotychczas.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada oceniała, że ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest niewielkie. Za taką oceną przemawia zewnętrzny i najprawdopodobniej przejściowy charakter czynników powodujących wyraźny wzrost dynamiki cen na początku 2017 r., przy jednocześnie nadal niskiej wewnętrznej presji popytowej. Jednocześnie obniżenie stóp procentowych w ujęciu realnym związane z wyższą inflacją będzie wspierać oczekiwane przyśpieszenie wzrostu gospodarczego. W efekcie Rada podtrzymała ocenę, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Członkowie Rady wskazywali, że – w świetle dostępnych informacji – także w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że jeśli inflacja okazałaby się wyższa, niż wskazują obecne prognozy, wówczas w kolejnych kwartałach uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać wpływ realnych stóp procentowych na kształtowanie się oszczędności w polskiej gospodarce. Większość członków Rady wskazywała natomiast, że wobec niewielkiego ryzyka trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie obecnie trudno ocenić, kiedy może być uzasadnione rozważenie podwyższenia stóp. Zaznaczano też, że podwyższenie stóp mogłoby negatywnie wpływać na dynamikę inwestycji przedsiębiorstw.

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 8 marca 2017 r.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej na tle sytuacji makroekonomicznej w Polsce oraz za granicą, a także wyników marcowej projekcji inflacji i PKB.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Wskazywano, że wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostaje umiarkowany, przy czym w wielu gospodarkach utrwalają się sygnały poprawy koniunktury. Podkreślano, że w strefie euro wzrost gospodarczy jest stabilny, choć w IV kw. ub.r. był nieco niższy od wcześniejszych szacunków. Wskazywano również na bardzo dobre nastroje w europejskim przemyśle, zwracając jednak przy tym uwagę na obniżenie zamówień w niemieckim przemyśle w styczniu br. Zaznaczano, że dostępne prognozy sugerują nieznaczne obniżenie wzrostu gospodarczego w strefie euro w br. Członkowie Rady zwracali też uwagę na możliwy wzrost niepewności związany z nadchodzącymi wyborami w niektórych krajach członkowskich strefy.

W trakcie dyskusji na temat aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych, wspieraną przez wzrost inwestycji oraz trwającą od kilku lat poprawę sytuacji na rynku pracy. Podkreślano, że – zgodnie z dostępnymi prognozami – wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych ma przyśpieszyć w br. Zwracano jednocześnie uwagę na możliwość pogorszenia koniunktury na tamtejszym rynku mieszkaniowym, co może być związane ze wzrostem

oprocentowania kredytów hipotecznych. Odnosząc się do sytuacji w gospodarkach wschodzących, zaznaczono, że w Chinach koniunktura ustabilizowała się w ostatnim okresie, a gospodarka rosyjska wyszła z recesji.

Dyskutując na temat kształtowania się cen za granicą, wskazywano na wyhamowanie wzrostu cen surowców w ostatnim okresie. Zaznaczano, że ceny ropy naftowej były od kilku miesięcy stabilne, czemu – jak zauważali niektórzy członkowie Rady – sprzyjało zwiększanie się inwestycji w sektorze wydobywczym w Stanach Zjednoczonych, przy jednoczesnym dążeniu do ograniczenia wydobycia przez niektórych producentów tego surowca. W konsekwencji podkreślano, że choć w lutym br. inflacja w otoczeniu gospodarczym Polski ponownie wzrosła, osiągając w wielu krajach poziomy celu inflacyjnego, to jej przyrost był już mniejszy niż miesiąc wcześniej. Zaznaczano jednocześnie, że w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro, utrzymuje się słaba presja popytowa, przez co inflacja bazowa kształtuje się nadal na niskim poziomie.

Część członków Rady oceniała, że w najbliższych kwartałach ceny ropy naftowej prawdopodobnie nie będą wykazywały tendencji wzrostowej, co będzie ograniczało wzrost inflacji na świecie. Niektórzy członkowie byli jednak zdania, że obserwowane w ostatnich kwartałach sygnały poprawy koniunktury na świecie mogą przełożyć się na wzrost presji popytowej w wielu gospodarkach, przyczyniając się do przyśpieszenia inflacji. W opinii niektórych członków Rady dodatkowym czynnikiem mogącym oddziaływać w kierunku wyższej inflacji w strefie euro jest ryzyko wzrostu dynamiki płac związane z wyborami w części z jej krajów.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że Rezerwa Federalna sygnalizuje kontynuację cyklu podwyższania stóp procentowych w br. Wskazywano, że w ostatnim okresie istotnie wzrosło prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w marcu br. Oceniano przy tym, że zaostrzanie polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej przekłada się na wyższe rentowności obligacji skarbowych w wielu krajach na świecie, w tym w Polsce. Zaznaczono jednocześnie, że ograniczająco na rentowności oddziałuje natomiast kontynuacja luzowania ilościowego oraz ujemny poziom stóp procentowych w strefie euro.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że w IV kw. ub.r. tempo wzrostu gospodarczego było nieco wyższe niż w poprzednim kwartale. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez poprawę sytuacji na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych i społecznych. Podkreślano, że w IV kw. ub.r. zmniejszył się również spadek inwestycji, do czego przyczyniło się większe wykorzystanie środków unijnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na utrzymujące się ożywienie inwestycji mieszkaniowych.

Członkowie Rady zaznaczali, że bieżące dane sygnalizują kontynuację poprawy koniunktury. Wskazywano na wzrost dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu br. Zwracano uwagę, że dynamika produkcji budowlano-montażowej w styczniu po raz pierwszy od ponad roku była dodatnia. Podkreślano jednak, że w lutym br. nastroje w przemyśle nieco się pogorszyły. Wskazywano dodatkowo, że lepsze odczyty bieżących danych w styczniu wynikały częściowo z efektów statystycznych. Część członków Rady zwracała jednocześnie uwagę na spowolnienie dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach, zaznaczając, że może to

świadczyć o wciąż słabym popycie inwestycyjnym w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na niepełne wykorzystanie zdolności produkcyjnych w gospodarce.

Rozważając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na przyśpieszenie wzrostu zatrudnienia i płac w sektorze przedsiębiorstw w styczniu br. Zaznaczano jednocześnie, że dane z całej gospodarki wskazują na niską dynamikę liczby pracujących oraz obniżenie dynamiki wynagrodzeń w IV kw., czego efektem było osłabienie dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Odnośnie do perspektyw polskiej gospodarki, podkreślano, że – zgodnie z marcową projekcją PKB – wzrost gospodarczy w br. powinien wyraźnie przyśpieszyć, czemu będzie sprzyjać istotne zwiększenie inwestycji w warunkach wyższego napływu funduszy unijnych, przy jednoczesnym utrzymaniu szybkiego wzrostu konsumpcji. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że znacząco wyższa dynamika inwestycji w br. będzie wynikać w dużej mierze z silnego zwiększenia inwestycji infrastrukturalnych, przy umiarkowanej dynamice inwestycji przedsiębiorstw. Ich zdaniem taka struktura wzrostu inwestycji może być mniej korzystna z punktu widzenia perspektyw średniookresowego wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady oceniali, że na rzecz szybszego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw może jednak oddziaływać zmniejszenie się niepewności regulacyjnej.

Wskazywano, że przewidywany w marcowej projekcji wzrost PKB w br. jest wyższy od prognoz innych instytucji. Zaznaczano jednak, że po wyraźnym przyśpieszeniu w br., wzrost PKB w kolejnych latach może się nieznacznie obniżyć i nie powinien istotnie przekraczać dynamiki produktu potencjalnego. Część członków Rady zwracała uwagę na ryzyka dla koniunktury w kolejnych latach, w tym możliwy negatywny wpływ wyższych cen surowców na dynamikę konsumpcji gospodarstw domowych.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, wskazywano na wyraźny wzrost rocznej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach. Zaznaczano, że przyczyniły się do niego głównie wyższe ceny surowców energetycznych na światowych rynkach przekładające się na wzrost cen energii, a także – skutkujący wyższą dynamiką cen żywności – wzrost cen surowców rolnych związany z niekorzystnymi warunkami agrometeorologicznymi na południu Europy. Podkreślano, że inflacja bazowa jest nadal niska, co wskazuje na utrzymującą się słabą presję popytową. Wskazywano również na wciąż ograniczoną presję płacową, odzwierciedlaną w nadal umiarkowanej dynamice jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.

Członkowie Rady podkreślali, że – zgodnie z marcową projekcją inflacji – po istotnym wzroście w pierwszych miesiącach br. dynamika cen w kolejnych kwartałach ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w kolejnych kwartałach może być wyższa, niż wskazuje marcowa projekcja. Z jednej strony członkowie ci nie wykluczali silniejszej presji popytowej, a z drugiej strony wskazywali na ryzyko wyższej niż przewiduje projekcja dynamiki płac w związku z możliwym zmniejszeniem się liczby aktywnych zawodowo po obniżeniu wieku emerytalnego. Zwracali oni też uwagę na wzrost presji kosztowej w ostatnich miesiącach, odzwierciedlony w zwiększeniu się dynamiki PPI, które może przełożyć się na wyższą dynamikę cen konsumpcyjnych. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że – wraz z wygasaniem efektów wyższych cen surowców na rynkach światowych – presja kosztowa powinna stopniowo wygasać. Ponadto część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach wewnętrzna presja inflacyjna

– w warunkach wzrostu gospodarczego zbliżonego do dynamiki produktu potencjalnego oraz utrzymywania się niepełnego wykorzystania zdolności wytwórczych – będzie rosła jedynie stopniowo. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że presja płacowa w polskiej gospodarce prawdopodobnie pozostanie niska, do czego może się przyczyniać słaba pozycja negocjacyjna polskich pracowników.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione na bieżącym posiedzeniu. Rada oceniła, że biorąc pod uwagę bieżące dane i prognozy, w tym marcową projekcję inflacji, ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone. Jednocześnie obniżenie stóp procentowych w ujęciu realnym związane z wyższą inflacją będzie wspierać przyśpieszenie wzrostu gospodarczego w br. Rada podtrzymała ocenę, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wskazywała, że – w świetle dostępnych informacji – także w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że gdyby dane i prognozy wskazywały na silniejszą presję inflacyjną od przewidywanej w marcowej projekcji, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. W opinii niektórych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać wpływ poziomu realnych stóp procentowych na kształtowanie się cen aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że poziom realnych stóp procentowych nie jest głównym czynnikiem determinującym stopę oszczędności oraz ceny aktywów w Polsce. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że podwyższenie stóp mogłoby negatywnie wpływać na dynamikę inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady uznali, że w kolejnych miesiącach analizując trwałość i skalę obserwowanego obecnie ożywienia oraz wynikające z tego kształtowanie się procesów inflacyjnych, należy uwzględniać wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na procesy makroekonomiczne i kształtowanie się cen aktywów. Inni członkowie Rady wskazywali, że pełniejsza ocena dotycząca perspektyw polityki pieniężnej w przyszłości będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami kolejnych projekcji inflacji i PKB.

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 5 kwietnia 2017 r.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej na tle sytuacji makroekonomicznej w Polsce oraz za granicą.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Oceniano, że wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostaje umiarkowany, przy czym w wielu gospodarkach utrwalają się sygnały poprawy koniunktury. Podkreślano, że wzrost w strefie euro jest stabilny, choć nieznacznie spowolnił w IV kw. ub.r. Wskazywano jednak na bardzo dobre nastroje w europejskiej gospodarce. Zwracano uwagę na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych wspieraną przez poprawę sytuacji na rynku pracy oraz wzrost inwestycji, w tym w sektorze wydobywczym, chociaż dane napływające w ostatnim okresie sygnalizują pewne osłabienie wzrostu PKB w I kw. br. Wskazywano, że w Chinach wzrost gospodarczy jest stabilny, a ryzyko jego silnego

spowolnienia zmniejszyło się. Podkreślano jednak, że – według prognoz chińskich władz – dynamika PKB ma obniżyć się w br. Zwracano uwagę, że w Rosji – pomimo wyjścia tego kraju z recesji – koniunktura pozostaje słaba.

Odnosząc się do procesów cenowych za granicą, wskazywano, że choć roczne wskaźniki inflacji w wielu krajach są wyraźnie wyższe niż w ub.r., to w ostatnim okresie ich wzrost wyhamował. Zwrócono w szczególności uwagę na wyraźny spadek inflacji w strefie euro w marcu. Oceniano, że wyhamowanie wzrostu inflacji było związane ze stopniowym wygasaniem efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców. Jednocześnie podkreślano, że w marcu obniżyły się ceny surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w kierunku niższych cen surowców energetycznych oddziałuje wzrost wydobycia ropy w Stanach Zjednoczonych i spadek jego kosztów, a także dążenie do utrzymania udziału w rynku przez innych producentów ropy. Zaznaczano jednocześnie, że w wielu gospodarkach inflacja bazowa kształtuje się nadal na niskim poziomie, a w strefie euro w marcu nawet się obniżyła.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą wskazywano na obniżenie skali zakupów aktywów finansowych przez EBC w kwietniu. Podkreślano jednak, że EBC nadal prowadzi ekspansywną politykę pieniężną, w szczególności utrzymując stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Zwracano również uwagę, że Rezerwa Federalna – pomimo podwyższenia stóp procentowych – sygnalizuje kontynuację zacieśnienia polityki pieniężnej w tempie zbliżonym do dotychczas oczekiwanego. Wskazywano też na utrzymywanie się dobrych nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, przekładające się na umocnienie walut wielu gospodarek wschodzących, w tym złotego, a także na wzrost cen akcji, również na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że bieżące dane sygnalizują poprawę koniunktury w I kw. br. Oceniano, że wzrost PKB w I kw. był nieco wyższy niż w poprzednim kwartale, jednak pozostał umiarkowany. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu aktywności gospodarczej jest nadal rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez poprawę na rynku pracy, wyrażającą się w dalszym wzroście zatrudnienia i płac, a także przez dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych. Zaznaczano, że na utrzymanie się szybkiego wzrostu popytu konsumpcyjnego w I kw. wskazuje wysoka dynamika sprzedaży detalicznej. Jednocześnie zwracano uwagę na obniżenie się rocznej dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w lutym, zaznaczając jednak, że wynikało ono głównie z efektów statystycznych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali dodatkowo, że nastroje w sektorze przemysłowym w I kw. były najlepsze od roku.

W odniesieniu do perspektyw polskiej gospodarki członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien dalej przyśpieszać w tempie zbliżonym do oczekiwanego w marcowej projekcji. Wyższej dynamice PKB będzie sprzyjać prognozowany wzrost inwestycji związany z rosnącym napływem funduszy unijnych, przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnej dynamiki konsumpcji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście na zwiększanie się liczby podpisanych przez jednostki samorządu terytorialnego umów na wykorzystanie funduszy unijnych. Argumentowali oni, że wzrostowi wydatków majątkowych samorządów w kolejnych kwartałach powinny sprzyjać dobre wyniki finansowe tego sektora w poprzednich latach. W opinii niektórych członków Rady nie można wykluczyć, że wzrost gospodarczy w br. będzie wyższy od

przewidywanego w marcowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że utrzymuje się niepewność co do skali wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach. Jednocześnie wskazywano, że możliwość dalszego przyśpieszenia konsumpcji jest ograniczana przez niższą dynamikę realnych płac związaną z wyższą niż w poprzednim roku dynamiką cen.

Analizując kształtowanie się inflacji w Polsce, podkreślano, że roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych – po wyraźnym wzroście na początku roku – w marcu nieco się obniżyła. Oceniano, że przyczynił się do tego prawdopodobnie spadek cen żywności oraz stopniowe wygasanie efektów wcześniejszych wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym, który – w ich ocenie – mógł świadczyć o nasilaniu się presji kosztowej. Według niektórych członków Rady poprawiająca się koniunktura przyczynia się do wzrostu presji popytowej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że – wobec wciąż ujemnej luki popytowej i niepełnego wykorzystania zdolności wytwórczych – presja popytowa jest w dalszym ciągu ograniczona. Zaznaczano również, że – pomimo systematycznej poprawy na rynku pracy oraz wzrostu płacy minimalnej na początku br. – dynamika wynagrodzeń jest nadal umiarkowana. W efekcie nadal umiarkowana jest także dynamika jednostkowych kosztów pracy. Część członków Rady zwracała ponadto uwagę, że wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym wynikał z niskiej bazy odniesienia w zeszłym roku, co może – w ich ocenie – wskazywać na wyhamowanie wzrostu presji kosztowej.

Większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach inflacja ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Wskazywali oni, że będzie temu sprzyjać jedynie stopniowy wzrost wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury, przy jednoczesnym obniżaniu się rocznej dynamiki cen energii i żywności wynikającym z wygasania efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców energetycznych i rolnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że inflacja w kolejnych kwartałach może być wyższa, niż wskazują obecne prognozy. Członkowie ci argumentowali, że nie można wykluczyć większego nasilenia się presji popytowej. Wskazywali oni również na wzrost oczekiwań inflacyjnych na początku br. W związku z tym nie wykluczali, że poprawa na rynku pracy będzie przyczyniała się do wyższej dynamiki płac, co może przekładać się na wyższą dynamikę cen konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Za taką decyzją przemawiało przede wszystkim ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie. Ponadto obniżenie stóp procentowych w ujęciu realnym związane z wyższą inflacją powinno wspierać przyśpieszenie wzrostu gospodarczego w br. Rada podtrzymała ocenę, że – w świetle dostępnych informacji – stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach – w świetle dostępnych informacji – prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W przekonaniu niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. W opinii tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się cen

aktywów i stopy oszczędności w polskiej gospodarce. Członkowie ci zwracali uwagę na stopniowe obniżanie się dynamiki depozytów gospodarstw domowych w ostatnim półroczu, czemu od początku br. towarzyszy rosnący napływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że poziom realnych stóp procentowych nie jest głównym czynnikiem determinującym kształtowanie się oszczędności oraz cen aktywów. Zaznaczali oni ponadto, że poziom realnych stóp procentowych w Polsce jest wyższy niż w innych krajach europejskich, a oprocentowanie kredytów w ujęciu realnym jest wciąż wyraźnie dodatnie, co ogranicza ryzyko nadmiernego wzrostu akcji kredytowej. W tym kontekście zwracali oni uwagę na umiarkowaną dynamikę kredytów, a także na relatywnie stabilne – pomimo ożywienia na rynku nieruchomości – ceny mieszkań.

Niektórzy członkowie Rady stwierdzili, że pełniejsza ocena wpływu niższych realnych stóp procentowych na procesy gospodarcze, a tym samym perspektyw polityki pieniężnej, będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB.

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 17 maja 2017 r.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej na tle sytuacji makroekonomicznej w Polsce oraz za granicą.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Wskazywano na kolejne sygnały poprawy koniunktury w gospodarce światowej, widoczne zwłaszcza w przemyśle i handlu międzynarodowym. Oceniano, że w strefie euro trwa ożywienie, choć jest ono nadal umiarkowane, a zgodnie z dostępnymi szacunkami w I kw. br. prawdopodobnie obniżyła się dynamika inwestycji. Jednocześnie podkreślano, że wskaźniki koniunktury w strefie euro znacząco poprawiły się w ostatnich miesiącach, co nie znajduje jak dotąd pełnego odzwierciedlenia w danych o aktywności gospodarczej. Zwrócono także uwagę na obniżenie się wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w I kw. br., które wynikało jednak prawdopodobnie z czynników przejściowych. Zaznaczano również, że w Chinach dynamika PKB była nieoczekiwanie wyższa niż w poprzednim kwartale, choć bieżące dane nie wskazują na trwałe przyśpieszenie wzrostu w tej gospodarce.

W odniesieniu do kształtowania się cen za granicą, zwracano uwagę, że inflacja w ujęciu rocznym w wielu krajach jest obecnie wyraźnie wyższa niż w ub.r., lecz jej wzrost nastąpił przede wszystkim na początku roku, a w ostatnim okresie widoczna jest jej stabilizacja. Oceniano, że wynika to głównie z wygasania wpływu wcześniejszego wzrostu cen surowców energetycznych, który zwiększał roczną dynamikę cen w poprzednich miesiącach. Wskazywano przy tym na obniżenie się cen surowców energetycznych od poprzedniego posiedzenia Rady. W części dyskusji dotyczącej inflacji podkreślano, że w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro, wzrost płac jest wciąż umiarkowany, a oczekiwania inflacyjne są niskie.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Zaznaczano również, że Rezerwa Federalna sygnalizuje dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Mimo to, jak podkreślano, w okresie poprzedzającym posiedzenie Rady nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych nadal się poprawiały, co przełożyło się na umocnienie walut wielu gospodarek wschodzących.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali, że – zgodnie z szybkim szacunkiem PKB – wzrost gospodarczy w I kw. br. wyraźnie przyśpieszył. Oceniano, że głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych i społecznych. W opinii członków Rady poprawa koniunktury w przemyśle i budownictwie, potwierdzana przez dane miesięczne, może wskazywać, że do wzrostu gospodarczego w I kw. br. przyczyniło się również stopniowe ożywienie popytu inwestycyjnego. Część członków Rady zaznaczała, że do wzrostu rocznej dynamiki PKB w I kw. przyczyniły się także statystyczne efekty bazy. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na obniżenie przez GUS szacunku wzrostu PKB w 2016 r.

W opinii członków Rady wzrostowi PKB w kolejnych kwartałach powinno sprzyjać dalsze ożywienie inwestycji związane z rosnącym napływem funduszy unijnych, przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnej dynamiki konsumpcji. Jednocześnie nadal szybko powinien rosnąć eksport, czemu będzie sprzyjać ożywienie koniunktury za granicą. W konsekwencji wzrost gospodarczy w 2017 r. powinien być istotnie wyższy niż w 2016 r. Członkowie Rady podkreślali jednak, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się aktywności w polskiej gospodarce w kolejnych kwartałach będzie możliwa po zapoznaniu się Rady z wynikami lipcowej projekcji PKB.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych, po wyraźnym wzroście na początku roku, ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie. Jak podkreślali niektórzy członkowie Rady, stabilizacja inflacji nastąpiła nieco szybciej niż oczekiwano. Oceniano, że przyczyniło się do tego stopniowe wygasanie efektów wcześniejszych wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Zaznaczano jednocześnie, że inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali na wzrost dynamiki cen usług zwiększający inflację bazową. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w I kw. br. zwiększyła się rola kosztów pracy jako czynnika kształtującego ceny dóbr oferowanych przez przedsiębiorstwa. Podkreślali oni ponadto, że w ostatnich miesiącach istotnie wzrosła roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że – mimo wyższej dynamiki płac w I kw. br. – dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostaje umiarkowana, czemu sprzyja następujący jednocześnie wzrost wydajności pracy. Zaznaczano też, że wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym i marcu br. wynikał z niskiej bazy odniesienia z roku poprzedniego.

Większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie. Wskazywali oni, że będzie temu sprzyjać jedynie stopniowy wzrost wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury, przy jednoczesnym obniżaniu się rocznej

dynamiki cen energii i żywności wynikającym z wygasania efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że inflacja w kolejnych kwartałach może być wyższa, niż wskazują obecne prognozy. W ich opinii ryzyko nasilenia się presji płacowej wzrosło w ostatnich miesiącach. Czynnikami, które mogą – zdaniem tych członków Rady – podwyższać dynamikę płac w kolejnych kwartałach, są ewentualne zmniejszenie skali migracji zarobkowej do Polski po zniesieniu wiz dla obywateli Ukrainy przez UE oraz ewentualne zmniejszenie się aktywności zawodowej w polskiej gospodarce po wprowadzeniu niższego wieku emerytalnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na ryzyko wzrostu dynamiki cen żywności związane z gorszymi niż rok wcześniej warunkami agrometeorologicznymi w okresie poprzedzającym posiedzenie Rady.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Rada oceniła, że – mimo poprawy koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie dostępne prognozy wskazują, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. W konsekwencji w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W świetle dostępnych informacji stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja bowiem utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych.

Członkowie Rady stwierdzili, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami kolejnych projekcji inflacji i PKB.

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 7 czerwca 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na kolejne sygnały utrwalania się poprawy koniunktury za granicą, widoczne zwłaszcza w przemyśle i handlu międzynarodowym. Oceniano, że w strefie euro utrzymuje się ożywienie, o czym świadczy poprawa wielu wskaźników aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że – pomimo lepszej koniunktury w strefie euro – wzrost w tej gospodarce pozostaje relatywnie niski. Podkreślano również zróżnicowanie dynamiki PKB i jej perspektyw pomiędzy krajami strefy euro. Omawiając kształtowanie się aktywności w innych gospodarkach, zwrócono uwagę na obniżenie się wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. br., podkreślając przy tym, że wynikało ono z czynników przejściowych. Zaznaczano jednak, że bieżące dane nieznacznie zwiększyły niepewność dotyczącą skali przyśpieszenia aktywności w amerykańskiej gospodarce w kolejnych kwartałach. Wskazywano również, że w Chinach – po zwiększeniu się dynamiki PKB w I kw. – bieżące

dane nie wskazują na trwałe przyśpieszenie wzrostu, nasilają się natomiast obawy o narastanie nierównowag w chińskiej gospodarce.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że – mimo ożywienia globalnej koniunktury – inflacja za granicą ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie, a w części krajów nawet nieco się obniżyła. Oceniano, że wynikało to głównie z wygasania wpływu wcześniejszego wzrostu cen surowców, przy wciąż niskiej wewnętrznej presji inflacyjnej w wielu gospodarkach. Wskazywano przy tym na obniżenie się cen surowców energetycznych od poprzedniego posiedzenia Rady. W szczególności – mimo przedłużenia porozumienia o ograniczeniu wydobycia przez kraje OPEC – ceny ropy są niższe niż w poprzednich miesiącach, co wynika z równoczesnego zwiększenia wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych i wciąż wysokiego poziomu zapasów tego surowca. W opinii niektórych członków Rady pewien wpływ na kształtowanie się cen surowców energetycznych mogą w kolejnych kwartałach wywierać czynniki geopolityczne związane ze wzrostem napięć na Bliskim Wschodzie.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że Europejski Bank Centralny – w warunkach wciąż słabej, pomimo ożywienia gospodarczego, wewnętrznej presji inflacyjnej – utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Wskazywano również, że Rezerwa Federalna kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych i możliwość rozpoczęcia zmniejszania skali reinwestycji aktywów w kolejnych kwartałach.

Analizując sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych, podkreślano, że nastroje na tych rynkach od początku roku wyraźnie się poprawiły, co przełożyło się na napływ kapitału portfelowego do wielu gospodarek wschodzących i aprecjację ich walut. Zwracano również uwagę na relatywnie wysoki poziom oraz historycznie niską zmienność cen akcji na największych rynkach, co może sygnalizować niską awersję inwestorów do ryzyka.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że dane o PKB wskazują na wyraźne przyśpieszenie wzrostu gospodarczego w I kw. br. Jak zaznaczano, głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych i społecznych. Zwracano jednocześnie uwagę, że dynamika inwestycji w I kw. była zbliżona do zera. W efekcie – jak podkreślali niektórzy członkowie Rady – relacja inwestycji do PKB utrzymuje się na historycznie niskim poziomie. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że jeśli dynamika inwestycji pozostanie niska, będzie to oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki produktu potencjalnego.

Odnosząc się do miesięcznych danych dotyczących krajowej aktywności gospodarczej, zwracano uwagę, że w kwietniu odnotowano spadek produkcji przemysłowej i obniżenie się dynamiki produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej, co jednak częściowo wynikało z mniejszej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Wskazywano równocześnie na osłabienie się części wyprzedzających wskaźników koniunktury. Członkowie Rady oceniali, że – choć ostatnie dane były nieco słabsze od oczekiwań – to sygnalizują one utrzymanie się stabilnego wzrostu gospodarczego w II kw. br. Członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi aktywności gospodarczej w kolejnych

kwartałach będzie sprzyjać zwiększenie skali napływu funduszy unijnych, przekładające się na wzrost inwestycji publicznych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wyraźny wzrost inwestycji publicznych – wraz z wysokim stopniem wykorzystania zdolności produkcyjnych, bardzo dobrymi wynikami finansowymi firm oraz rosnącym popytem wewnętrznym i zewnętrznym – powinien także oddziaływać w kierunku wyraźnego ożywienia aktywności inwestycyjnej sektora prywatnego. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się aktywności w polskiej gospodarce w kolejnych kwartałach będzie możliwa po zapoznaniu się Rady z wynikami lipcowej projekcji PKB.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie podkreślano, że inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na wyższą dynamikę cen usług sygnalizującą – ich zdaniem – rosnący wpływ poprawy krajowej koniunktury na ceny konsumpcyjne.

Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach inflacja cen konsumpcyjnych powinna pozostać umiarkowana, czemu będzie sprzyjać dalsze wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury. Podkreślano przy tym, że dynamika płac w przedsiębiorstwach – mimo sygnalizowanych przez nie nacisków płacowych w warunkach historycznie niskiego poziomu bezrobocia – nie przyśpieszyła wyraźnie w ostatnim okresie. W efekcie – jak zaznaczano – dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostaje umiarkowana, czemu sprzyja również utrzymujący się wzrost wydajności pracy. Jednak zdaniem niektórych członków Rady w kolejnych kwartałach dynamika płac może być podwyższona przez ewentualne zmniejszenie skali migracji zarobkowej do Polski po zniesieniu wiz dla obywateli Ukrainy przez UE, a także ewentualne zmniejszenie się aktywności zawodowej w polskiej gospodarce po wprowadzeniu niższego wieku emerytalnego. Niektórzy członkowie Rady nie wykluczali ponadto, że poprawa koniunktury może przełożyć się na silniejszy, niż wynikałoby to z obecnych prognoz, wzrost inflacji bazowej.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Rada oceniła, że – mimo korzystnej koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie dostępne prognozy wskazują, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. W konsekwencji w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W świetle dostępnych informacji stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja bowiem utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że stabilizacja stóp procentowych będzie sprzyjać oczekiwanemu ożywieniu inwestycji.

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych.

Członkowie Rady stwierdzili, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami kolejnych projekcji inflacji i PKB.

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 5 lipca 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na kolejne sygnały utrwalania się poprawy koniunktury za granicą, w tym na ożywienie w strefie euro potwierdzane przez poprawę wielu wskaźników aktywności gospodarczej. Zwracano przy tym uwagę, że dynamika PKB w strefie euro jest obecnie wspierana – oprócz wzrostu konsumpcji – przez ożywienie inwestycji. Zaznaczano, że sygnałem świadczącym o utrwalaniu się ożywienia w strefie euro jest także zmniejszanie się zróżnicowania wzrostu gospodarczego pomiędzy krajami tej strefy. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że wzrost w strefie euro – pomimo lepszej koniunktury – jest nadal relatywnie niski. Analizując kształtowanie się aktywności w innych gospodarkach, oceniano, że w II kw. br. dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych najprawdopodobniej się zwiększyła. Zaznaczano jednak, że ostatnie dane o aktywności w amerykańskiej gospodarce okazały się nieco słabsze od oczekiwań. Zwracano także uwagę na wciąż relatywnie wysoki poziom cen akcji na amerykańskim rynku i ich historycznie niską zmienność. W trakcie dyskusji wskazywano dodatkowo, że w Chinach bieżące dane sygnalizują stopniowe spowalnianie wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że – mimo ożywienia globalnej koniunktury – inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, a w części krajów nawet nieco się obniżyła. W związku z tym wskazywano na stabilizację cen surowców energetycznych na rynkach światowych w ostatnim okresie. W opinii członków Rady ceny ropy naftowej stały się obecnie mniej wrażliwe na zmiany światowej koniunktury oraz na decyzje OPEC o ograniczeniu wydobycia tego surowca, co wynika ze zwiększenia wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych oraz wysokiego poziomu zapasów ropy.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że – pomimo utrwalania się ożywienia gospodarczego w strefie euro – Europejski Bank Centralny zrewidował w dół średniookresowe prognozy inflacji w tej gospodarce. Obecnie oczekuje się, że również w kolejnych latach inflacja w strefie euro utrzyma się poniżej poziomu celu inflacyjnego EBC. Biorąc to pod uwagę, EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych wskazywano, że Rezerwa Federalna kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, podnosząc stopy procentowe i sygnalizując możliwość rozpoczęcia zmniejszania skali reinwestycji aktywów w kolejnych kwartałach.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że miesięczne dane o krajowej aktywności gospodarczej sygnalizują kontynuację stabilnej dynamiki PKB w II kw. br. Oceniano, że o utrzymaniu się wysokiej dynamiki spożycia indywidualnego świadczy dalszy wzrost sprzedaży detalicznej, przy bardzo dobrych nastrojach konsumentów. Zwracano ponadto uwagę na wzrost dynamiki produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w maju po ich wyraźnym osłabieniu w kwietniu. Również wyprzedzające wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację

korzystnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw. Oceniano, że – wraz z oczekiwanym wzrostem wykorzystania środków UE – powinno to wspierać nakłady brutto na środki trwałe, zaznaczając przy tym, że – w świetle lipcowej projekcji – dynamika inwestycji w II kw. br. była prawdopodobnie jedynie nieznacznie dodatnia. W odniesieniu do lipcowej projekcji podkreślano, że wzrost gospodarczy w nadchodzących kwartałach utrzyma się na poziomie zbliżonym do obecnego, a następnie będzie kształtował się w pobliżu dynamiki produktu potencjalnego. Członkowie Rady wskazywali, że choć głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny, to w kolejnych kwartałach jego rola zmniejszy się ze względu na stopniowe wygasanie efektów statystycznych wprowadzonego w 2016 r. programu „Rodzina 500 plus" na dynamikę konsumpcji. Począwszy od II połowy 2017 r. przewidywane jest natomiast dalsze ożywienie inwestycji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na wciąż niską na tle wielu innych krajów europejskich stopę inwestycji w polskiej gospodarce, co może wpływać negatywnie na dynamikę produktu potencjalnego.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, a w czerwcu nawet się obniżyła. Jednocześnie wskazywano, że inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska. Członkowie Rady oceniali, że takiemu kształtowaniu się inflacji sprzyja dalsze wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury.

Omawiając perspektywy kształtowania się procesów cenowych, podkreślano, że – zgodnie z lipcową projekcją – inflacja cen konsumpcyjnych powinna pozostać umiarkowana, zbliżając się do celu pod koniec horyzontu projekcji. Przyczyni się do tego stopniowy wzrost inflacji bazowej związany z utrzymywaniem się korzystnej koniunktury, przy jednocześnie niższej dynamice cen importu. Większość członków Rady oceniała, że ryzyko dla stabilności cen w średnim okresie jest ograniczone. Z kolei w opinii niektórych członków Rady wpływ czynników podwyższających inflację w kolejnych latach może okazać się silniejszy od prognozowanego w lipcowej projekcji, a wpływ czynników ją ograniczających może być słabszy niż oczekiwany w projekcji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i płac w sektorze przedsiębiorstw. Zdaniem członków Rady w kolejnych kwartałach dynamika płac może dalej rosnąć ze względu na prawdopodobny dalszy wzrost zatrudnienia przy pojawiających się ograniczeniach po stronie podaży pracy. Jednocześnie wskazywano na oczekiwany dalszy wzrost wydajności pracy, który będzie ograniczał skalę wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście na ryzyko zmniejszenia się skali migracji zarobkowej obywateli Ukrainy do Polski, a także osłabienia aktywności zawodowej osób mogących skorzystać z wprowadzenia niższego wieku emerytalnego.

Członkowie Rady dyskutowali także o konsekwencjach utrzymywania stóp procentowych na niezmienionym poziomie przez dłuższy czas w warunkach oczekiwanego stopniowego wzrostu inflacji w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wydłużanie się okresu ujemnych realnych stóp procentowych może zwiększyć ryzyko wystąpienia negatywnych skutków tego zjawiska. W szczególności zaznaczali oni, że niskie oprocentowanie depozytów wzmacnia dążenie gospodarstw domowych do poszukiwania aktywów oferujących wyższe stopy zwrotu, a przez to związanych z wyższym ryzykiem. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę na obniżenie się

poziomu depozytów gospodarstw domowych w maju. Jednocześnie wskazywano, że relatywnie niskie oprocentowanie kredytów sprzyja zadłużaniu się gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że jak dotąd nie widać negatywnych skutków utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie i zaznaczali, że choć struktura aktywów gospodarstw domowych może się stopniowo zmieniać, to wciąż największy udział mają w niej depozyty, natomiast dynamika kredytu, w tym stabilny udział kredytów z utratą wartości w portfelach kredytowych banków, nie wskazuje na nadmierne zadłużanie się gospodarstw domowych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Członkowie Rady ocenili, że – mimo korzystnej koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy i stopniowego wzrostu dynamiki płac – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie dostępne prognozy, w tym lipcowa projekcja, wskazują, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. W konsekwencji w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W świetle dostępnych informacji stabilizacja stóp procentowych sprzyja bowiem utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. W ocenie większości członków Rady stabilizacja stóp procentowych będzie wspierać także oczekiwane ożywienie inwestycji.

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i stopę oszczędności w polskiej gospodarce.

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 6 września 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na kolejne sygnały utrwalania się poprawy koniunktury za granicą. W szczególności zwracano uwagę na przyśpieszenie wzrostu PKB w strefie euro w II kw., a także na poprawę wielu wskaźników aktywności gospodarczej i nastrojów w tej strefie w III kw. Analizując kształtowanie się aktywności w innych gospodarkach, podkreślano, że również w Stanach Zjednoczonych w II kw. odnotowano wyższą dynamikę PKB niż w I kw., a wskaźniki miesięczne sugerują kontynuację dobrej koniunktury w tej gospodarce. Zaznaczano przy tym, że zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych najważniejszym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostaje konsumpcja. W trakcie dyskusji wskazywano dodatkowo, że w Chinach w II kw. nastąpiła stabilizacja dynamiki PKB, choć jednocześnie zwracano uwagę na utrzymujące się nierównowagi w tej gospodarce.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. W szczególności zaznaczano, że w głównych gospodarkach rozwiniętych inflacja nadal kształtuje się poniżej obowiązujących tam celów

inflacyjnych. Omawiając czynniki wpływające na presję inflacyjną za granicą, zwracano uwagę na nieznaczny wzrost cen ropy oraz na ich oczekiwaną stabilizację w kolejnych latach. W opinii członków Rady ceny ropy naftowej stały się mniej wrażliwe na zmiany światowej koniunktury, co wynika zwłaszcza ze zwiększenia wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych. Członkowie Rady wskazywali również na wzrost aktywności tego kraju na światowym rynku gazu. W efekcie, zdaniem członków Rady, ceny surowców energetycznych prawdopodobnie będą w niewielkim stopniu oddziaływać w kierunku wyższej inflacji.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Za utrzymaniem silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej EBC przemawia wciąż umiarkowana inflacja w strefie euro związana z niską presją płacową w tej strefie oraz aprecjacją euro. Wskazywano, że czynniki te zwiększają ryzyko ponownego obniżenia prognoz inflacji w strefie euro, pomimo utrwalania się tam ożywienia. W efekcie – jak zaznaczano – inflacja w strefie euro prawdopodobnie utrzyma się poniżej poziomu celu inflacyjnego EBC również w kolejnych latach. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych podkreślano, że Rezerwa Federalna będzie zapewne kontynuować stopniowe zmniejszanie stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej, ogłaszając w niedalekiej przyszłości rozpoczęcie redukowania skali reinwestycji aktywów. Jednocześnie, ze względu na obniżenie się inflacji, tempo dalszego podwyższania stóp procentowych przez Fed może być wolniejsze, niż dotychczas oczekiwano.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę, że w II kw. dynamika PKB była zbliżona do odnotowanej w I kw. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Nadal niska była natomiast dynamika inwestycji, przy czym – mimo wysokiego wykorzystania zdolności wytwórczych i dalszej poprawy koniunktury – nieznacznie pogłębił się spadek inwestycji przedsiębiorstw. Członkowie Rady oceniali, że stopniowe ożywienie inwestycji finansowanych ze środków unijnych sugeruje, że w II połowie roku łączna dynamika inwestycji będzie wyższa. Jednocześnie w II kw. wzrost eksportu okazał się niższy niż wzrost importu, przez co wkład eksportu netto do PKB stał się ujemny. Członkowie Rady wskazywali, że osłabienie dynamiki eksportu może być związane ze spowolnieniem wzrostu eksportu Niemiec ze względu na silne powiązania pomiędzy polskimi i niemieckimi producentami. Wobec poprawiającej się koniunktury za granicą osłabienie wzrostu eksportu może być jednak zjawiskiem przejściowym.

Odnosząc się do miesięcznych danych o krajowej aktywności gospodarczej na początku III kw., członkowie Rady podkreślali, że sygnalizują one kontynuację stabilnej dynamiki PKB. Oceniano, że o utrzymaniu się wysokiej dynamiki spożycia indywidualnego świadczy dalszy stabilny wzrost sprzedaży detalicznej przy bardzo dobrych nastrojach konsumentów. Zwracano jednocześnie uwagę na pewne wyhamowanie dynamiki produkcji przemysłowej oraz silne przyśpieszenie wzrostu produkcji budowlano-montażowej w lipcu. Zaznaczano ponadto, że wyprzedzające wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację korzystnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie i w sierpniu wyniosła 1,8%. Jednocześnie zaznaczano, że inflacja bazowa jest nadal niska. Członkowie Rady oceniali, że także w kolejnych kwartałach inflacja

pozostanie umiarkowana, na co złoży się stopniowe zwiększanie się wewnętrznej presji inflacyjnej związane z poprawą krajowej koniunktury, przy jednoczesnym obniżaniu się dynamiki cen importu wynikającym z oczekiwanej stabilizacji cen surowców energetycznych oraz niskiej presji inflacyjnej za granicą. Niektórzy członkowie Rady zwrócili jednak uwagę, że czynnikiem podwyższającym inflację w kolejnych kwartałach może być dalszy wzrost cen żywności. W opinii części członków Rady, ważna dla oceny perspektyw kształtowania się procesów cenowych będzie listopadowa projekcja uwzględniająca najnowsze dane.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, podkreślano, że dalszemu wzrostowi zatrudnienia oraz spadkowi bezrobocia w II kw. towarzyszyło przyśpieszenie dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw i całej gospodarce. Wskazywano przy tym, że na tle krajów regionu dynamika wynagrodzeń w Polsce jest wciąż umiarkowana, a w kierunku jej ograniczenia nadal oddziałuje napływ pracowników z Ukrainy, a także dalszy wzrost aktywności zawodowej Polaków. Zdaniem członków Rady w kolejnych kwartałach dynamika płac może dalej rosnąć ze względu na prawdopodobny dalszy wzrost zatrudnienia, przy pojawiających się ograniczeniach po stronie podaży pracy. W opinii niektórych członków Rady negatywnie na podaż pracy może oddziaływać w szczególności obniżenie wieku emerytalnego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wiele osób, które przejdą na emeryturę, może pozostać aktywnych na rynku pracy, przez co wpływ tego czynnika na podaż pracy byłby ograniczony.

Członkowie Rady dyskutowali także o wielkości oraz strukturze oszczędności w gospodarce. Wskazywano, że łączna stopa oszczędności – gromadzonych w Polsce w przeważającej części przez przedsiębiorstwa – przewyższa stopę inwestycji w relacji do PKB. W odniesieniu do gospodarstw domowych część członków Rady oceniała, że ich skłonność do oszczędzania zależy w dużym stopniu od poziomu dochodu do dyspozycji i wraz ze wzrostem zatrudnienia i płac powinna się zwiększać. Jednocześnie, zdaniem tych członków Rady, mniejsze znaczenie dla decyzji o oszczędzaniu ma oczekiwana stopa zwrotu z lokowania wolnych środków. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że utrzymywanie stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie w warunkach stopniowo rosnącej inflacji może negatywnie wpływać na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania lub zachęcać je do przesuwania środków w kierunku bardziej ryzykownych aktywów.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Członkowie Rady ocenili, że – mimo korzystnej koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy i utrzymującego się wzrostu dynamiki płac powyżej nominalnego wzrostu wydajności pracy – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie dostępne prognozy wskazują, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. W konsekwencji w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W świetle dostępnych informacji stabilizacja stóp procentowych sprzyja bowiem utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. W ocenie większości członków Rady stabilizacja stóp procentowych będzie wspierać także oczekiwane ożywienie inwestycji.

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i stopę oszczędności w polskiej gospodarce, zaś zdaniem innych członków Rady także na zmiany jednostkowych kosztów zmiennych.

Pojawiła się też opinia, że w razie istotnego osłabienia wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

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 4 października 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na ożywienie koniunktury w gospodarce światowej. Zwracano w szczególności uwagę na przyśpieszenie wzrostu PKB w strefie euro w poprzednich kwartałach, wspierane głównie przez konsumpcję, przy pewnym osłabieniu dynamiki inwestycji w II kw. Podkreślano, że dostępne dane i prognozy wskazują na stabilny i nieco wyższy niż oczekiwano wzrost PKB w strefie euro w 2017 r. Zwrócono jednocześnie uwagę na obniżenie prognoz dynamiki eksportu tej gospodarki, będącej głównym partnerem handlowym Polski. W trakcie dyskusji wskazywano również na dobrą koniunkturę w Stanach Zjednoczonych. Oceniano, że w ostatnich miesiącach negatywnie na aktywność gospodarczą w tym kraju mogły przejściowo wpłynąć niekorzystne zjawiska atmosferyczne. Z kolei w Chinach miesięczne wskaźniki sygnalizują możliwość nieznacznego osłabienia dynamiki PKB w III kw.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, wskazywano, że mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Zaznaczano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca przyczyn utrzymywania się niskiej inflacji na świecie. Zwracano uwagę, że czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną może być wzrost powiązań gospodarczych w ramach globalnych sieci dostaw. Wskazywano, że – w świetle dostępnych prognoz – w kolejnych latach inflacja na świecie ma pozostać umiarkowana, zwłaszcza w strefie euro, gdzie ma się kształtować poniżej obowiązującego tam celu inflacyjnego.

W trakcie dyskusji zwrócono uwagę na pewien wzrost cen niektórych surowców, w tym ropy naftowej, w ostatnim czasie. Oceniano jednak, że wzrost cen ropy był głównie skutkiem czynników przejściowych, w tym niekorzystnych zjawisk atmosferycznych w Stanach Zjednoczonych oraz czynników geopolitycznych. Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem stabilizującym ceny ropy naftowej pozostaje wysoka podaż tego surowca, wynikająca w szczególności ze zwiększonego wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano, że wydobycie ropy z łupków – po obniżeniu spowodowanym czynnikami atmosferycznymi – na początku października ponownie wzrosło, czemu towarzyszył silny wzrost eksportu tego surowca ze Stanów Zjednoczonych.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Wskazywano, że – zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi – w przyszłym roku EBC prawdopodobnie będzie nadal skupował aktywa, choć w zmniejszającej się skali. Ponadto EBC nadal sygnalizuje, że utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Zwracano również uwagę na wciąż niskie stopy procentowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych wskazywano, że Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zmniejszanie stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej. W szczególności amerykański bank centralny rozpoczyna zmniejszanie swojej sumy bilansowej, które ma jednak następować stopniowo. Podkreślano, że – zgodnie z zapowiedziami Fed – suma bilansowa tego banku nie wróci do poziomu sprzed kryzysu finansowego w horyzoncie najbliższych lat. Zaznaczano również, że Rezerwa Federalna obniżyła swoje oczekiwania dotyczące stóp procentowych w dłuższym okresie, przez co w kolejnych latach pozostaną one prawdopodobnie niższe niż przed globalnym kryzysem finansowym.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że w Polsce utrzymuje się korzystna koniunktura gospodarcza. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie wskazywano, że inwestycje utrzymują się na niskim poziomie. Zwracano jednak uwagę, że wzrost wykorzystania środków unijnych oraz przyśpieszenie produkcji budowlano-montażowej sygnalizują stopniowe ożywienie nakładów na środki trwałe. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali oczekiwanego ożywienia inwestycji. Analizując koniunkturę w przemyśle, zaznaczano, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w sierpniu, a we wrześniu wskaźniki aktywności w tym sektorze ponownie się poprawiły. Niektórzy członkowie Rady zauważyli jednak, że część wskaźników wyprzedzających utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę, że dalszemu wzrostowi zatrudnienia towarzyszy przyśpieszenie płac i jednostkowych kosztów pracy. Zaznaczano jednak, że dynamika płac w gospodarce – mimo przyśpieszenia – jest nadal umiarkowana i wyraźnie niższa niż w części krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Przyczynia się do tego zwiększająca się liczba pracowników z zagranicy na polskim rynku pracy, przy jednoczesnym wzroście liczby osób aktywnych zawodowo w kraju. Wielu członków Rady wskazywało na ryzyko dalszego nasilania się presji płacowej. W tym kontekście zwracano uwagę na sygnalizowane przez przedsiębiorstwa rosnące trudności ze znalezieniem pracowników. Część członków Rady zaznaczała jednak, że obecnie trudno ocenić, na ile trudności te będą się przyczyniać do wzrostu dynamiki płac, a na ile będą czynnikiem ograniczającym możliwości rozwoju przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że utrzymywanie się niskiej dynamiki inwestycji może w dłuższym okresie skutkować niższym tempem wzrostu wydajności pracy, oddziałując w kierunku wyższej dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie i we wrześniu wyniosła 2,2%, tj. nieznacznie więcej niż oczekiwano. Jednocześnie zaznaczono, że inflacja bazowa jest nadal niska. Większość członków Rady podkreślała, że – w świetle dostępnych prognoz – także w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. Argumentowano, że będzie się do tego przyczyniać umiarkowana dynamika cen

w otoczeniu polskiej gospodarki, przy stopniowym wzroście wewnętrznej presji inflacyjnej związanym z poprawą krajowej koniunktury.

Jednocześnie w ocenie części członków Rady inflacja może być wyższa, niż wskazują dotychczasowe prognozy. W opinii tych członków Rady przyczyniać się do tego może silniejszy wzrost presji płacowej i kosztowej. Wskazywali oni na wzrost inflacji cen produkcji sprzedanej przemysłu, w tym po wyłączeniu cen energii. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że obowiązujący od sierpnia wymóg utrzymywania obowiązkowych zapasów gazu ziemnego przez importerów tego surowca może oddziaływać w kierunku wzrostu jego cen. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przy obecnych tendencjach koniunkturalnych inflacja może przekroczyć cel w średnim okresie, szczególnie w sytuacji wystąpienia negatywnego szoku surowcowego.

Odnosząc się do kształtowania się agregatów monetarnych, zaznaczano, że dynamika kredytu dla sektora niefinansowego jest stabilna i zbliżona do tempa wzrostu nominalnego PKB. W szczególności – jak podkreślano – stabilna jest dynamika kredytów mieszkaniowych, pomimo utrzymującego się ożywienia na rynku nieruchomości. Zwracano również uwagę na wyhamowanie spadku wartości depozytów gospodarstw domowych w sierpniu. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że w dalszym ciągu możliwe jest przesuwanie przez gospodarstwa domowe środków z depozytów bankowych w kierunku bardziej ryzykownych aktywów.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Rada oceniła, że – mimo korzystnej koniunktury oraz dynamiki płac wyższej od wzrostu wydajności pracy – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana, przez co ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone. W konsekwencji w ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. Podkreślano, że stabilizacja stóp procentowych umożliwia realizację celu inflacyjnego, a jednocześnie wspiera oczekiwane ożywienie inwestycji.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce, a także na dynamikę jednostkowych kosztów zmiennych. Wyrażono również opinię, że przyszłe decyzje Rady powinny brać pod uwagę kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Pojawiła się opinia, że w razie istotnego osłabienia wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

Rada oceniła, że – w świetle aktualnych informacji – stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Część członków Rady podkreślała, że ważna dla oceny perspektyw polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach będzie kolejna projekcja inflacji i PKB.

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 8 listopada 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano, że w III kw. dynamika PKB w strefie euro była zbliżona do obserwowanej w I półroczu, a więc wyraźnie wyższa niż w ubiegłym roku. Zwracano uwagę, że do wzrostu PKB w tej strefie nadal przyczynia się głównie wzrost konsumpcji, choć w III kw. prawdopodobnie towarzyszyło mu ożywienie inwestycji i eksportu. Zaznaczano, że według listopadowej projekcji w 2018 r. koniunktura w tej gospodarce pozostanie dobra, choć dynamika PKB ma się nieco obniżyć. Analizując koniunkturę w innych gospodarkach, wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych – mimo negatywnego wpływu niekorzystnych zjawisk atmosferycznych na aktywność gospodarczą – tempo wzrostu PKB w III kw. było zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale. Z kolei w Chinach dynamika PKB w III kw. nieznacznie się obniżyła.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, a utrzymującej się w wielu gospodarkach dobrej koniunkturze nie towarzyszy istotny wzrost presji inflacyjnej. Oceniano, że na obserwowane osłabienie zależności między koniunkturą a dynamiką cen mogło się złożyć kilka czynników o charakterze strukturalnym. Wyrażano opinię, że w obecnych uwarunkowaniach ryzyko silnego wzrostu inflacji w większości krajów rozwiniętych jest ograniczone. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niewielki wzrost dynamiki cen w części gospodarek w ostatnim czasie.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej są wyższe niż przed miesiącem, ale w ostatnich dniach pojawiły się sygnały ich stabilizacji. Oceniono, że w kierunku wzrostu cen ropy oddziaływało obniżenie się zapasów tego surowca, a także oczekiwania na możliwe przedłużenie porozumienia zawartego między krajami eksportującymi ropę. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że czynniki fundamentalne – w szczególności elastyczna podaż ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych – powinny oddziaływać w kierunku obniżenia cen tego surowca w kolejnych kwartałach. W odniesieniu do pozostałych surowców energetycznych, inni członkowie Rady zwracali uwagę na wyraźnie wyższe niż w I półroczu ceny węgla kamiennego.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, i nadal zapowiada, że pozostaną one na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Jednocześnie EBC wydłużył czas funkcjonowania programu skupu aktywów co najmniej do września 2018 r., ograniczając przy tym miesięczną skalę skupu od 2018 r. o połowę. Z kolei w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna rozpoczęła zmniejszanie swojej sumy bilansowej, choć – jak zaznaczano – skala ekspansji monetarnej jest stopniowo ograniczana.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady ocenili, że dynamika PKB w III kw. była prawdopodobnie wyższa niż w poprzednim kwartale. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Zaznaczano, że szybszy niż w I połowie br. wzrost produkcji budowlano-montażowej wskazuje na prawdopodobne

ożywienie inwestycji. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że informacje napływające w ostatnim miesiącu – w tym dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz wskaźnik PMI – są nieco gorsze od wcześniejszych odczytów.

Wskazywano, że – zgodnie z listopadową projekcją – w 2018 r. oczekiwane jest utrzymanie się dobrej koniunktury, choć dynamika PKB prawdopodobnie się obniży. Zaznaczano, że do pewnego osłabienia wzrostu gospodarczego przyczyni się spodziewane spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech. W kierunku obniżenia dynamiki PKB będzie także oddziaływać stopniowe wygasanie statystycznych efektów programu „Rodzina 500 plus". Jednocześnie wzrostowi dynamiki PKB w przyszłym roku powinno sprzyjać ożywienie inwestycji zarówno publicznych, jak też przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że skala ożywienia inwestycji w 2018 r. – w szczególności inwestycji przedsiębiorstw – jest obarczona znaczną niepewnością. Wskazywano ponadto, że nawet przy oczekiwanym wzroście inwestycji, stopa inwestycji w gospodarce pozostanie relatywnie niska. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kierunku wzrostu dynamiki PKB może oddziaływać zwiększająca się wraz z liczbą urodzeń skala wypłat świadczeń wychowawczych, poprawa sytuacji materialnej części konsumentów związana z obniżeniem wieku emerytalnego, a w 2019 r. także ewentualne podwyżki świadczeń socjalnych i płac w sferze budżetowej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na postępujący wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Zaznaczano, że towarzyszy temu wyższa niż w poprzednich kwartałach dynamika płac w przedsiębiorstwach i szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy. Podczas gdy niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wysoką dynamikę funduszu płac w przedsiębiorstwach, inni członkowie Rady podkreślali, że we wrześniu wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw nieco spowolnił. Oceniano, że nadal ograniczająco na dynamikę wynagrodzeń oddziałuje zwiększająca się liczba pracowników z zagranicy na polskim rynku pracy oraz wzrost aktywności zawodowej w kraju.

Wskazywano, że dynamika wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w kolejnych latach – zgodnie z listopadową projekcją – nieco wzrośnie. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że utrzymuje się niepewność co do wpływu obniżenia wieku emerytalnego na podaż pracy i presję płacową, choć – według niektórych z nich – skala tego wpływu będzie zmniejszana przez wysoki udział osób niepracujących wśród osób przechodzących na emeryturę. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że ograniczająco na dynamikę płac w kolejnych kwartałach może oddziaływać niska skłonność firm do podnoszenia wynagrodzeń w warunkach wysokiej konkurencji i spadku rentowności w ostatnim okresie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że ewentualne ograniczenie napływu pracowników z zagranicy oraz możliwy wzrost presji płacowej w sferze budżetowej mogą przyczynić się do szybszego od oczekiwanego wzrostu wynagrodzeń.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że w październiku inflacja w ujęciu rok do roku nieco się obniżyła. Członkowie ci zaznaczali, że dynamika cen jest obecnie podwyższana przez wzrost cen paliw i żywności, a więc czynniki znajdujące się poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Natomiast wewnętrzna presja inflacyjna pozostaje – w ocenie tych członków Rady – ograniczona i nie widać istotnego wpływu przyśpieszenia wzrostu płac na dynamikę cen konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że wzrost cen następuje

w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki kredytu. Inni członkowie Rady zwracali z kolei uwagę na wzrost wszystkich miar inflacji bazowej w ostatnim okresie, co – w ich ocenie – wskazuje na nasilanie się wewnętrznej presji inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali także na pewien wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnącą dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według listopadowej projekcji będzie ona stopniowo rosnąć i w 2018 r. osiągnie średnioroczny poziom 2,3%, a w 2019 r. – 2,7%. Większość członków Rady uznała, że wyniki listopadowej projekcji wskazują, że w najbliższych latach inflacja pozostanie zbliżona do celu. Część członków Rady zaznaczała jednak, że ścieżka inflacji w listopadowej projekcji jest wyższa niż w poprzedniej rundzie prognostycznej, a w 2019 r. inflacja przekroczy 2,5%. Członkowie ci ocenili, że oczekiwany wzrost inflacji będzie wynikał z nasilenia się wewnętrznej presji inflacyjnej, na co wskazuje prognozowany wzrost inflacji bazowej oraz deflatora wartości dodanej. Wskazywali oni też, że inflacja może być wyższa, niż przewiduje aktualna projekcja w związku z możliwym silniejszym wzrostem presji płacowej i kosztowej. Niektórzy z tych członków Rady zwracali uwagę na wyższe niż przed rokiem ceny węgla, które – ich zdaniem – przyczynią się do wzrostu kosztów produkcji wielu dóbr, w tym żywności, a także bezpośrednio wpłyną na ceny części dóbr konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że – w świetle aktualnych informacji – w najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje również w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych. Członkowie ci ocenili, że stabilizacja stóp umożliwia realizację celu inflacyjnego, który – jak podkreślano – ma symetryczny charakter. Jednocześnie biorąc pod uwagę oczekiwane obniżenie tempa wzrostu PKB w kolejnych latach wskazywano, że stabilizacja stóp procentowych wspiera utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym oczekiwane ożywienie inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym perspektyw utrzymania ujemnego poziomu stóp procentowych w strefie euro w kolejnym roku.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na wyraźne nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce, a także na dynamikę jednostkowych kosztów zmiennych. Wyrażono również opinię, że przyszłe decyzje Rady powinny brać pod uwagę kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych. Niektórzy z tych członków Rady oceniali, że ewentualna podwyżka stóp procentowych miałaby ograniczony wpływ na dynamikę inwestycji.

Pojawiła się opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

Część członków Rady podkreślała, że wobec niepewności co do uwarunkowań polityki pieniężnej w dłuższym horyzoncie istotną przesłanką dla oceny jej perspektyw będzie marcowa projekcja inflacji i PKB.

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%.

W trakcie posiedzenia dyskutowano także na temat obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata. Wskazywano, że stopa ta wynosi obecnie 3,5%. Biorąc pod uwagę, że od środków pozyskanych z zagranicy na ten sam okres nie nalicza się rezerwy obowiązkowej, oceniono, że zasadnym jest nienaliczanie rezerwy obowiązkowej również od pozostałych środków pozyskiwanych co najmniej na 2 lata, co będzie oznaczać ich jednolite traktowanie. Wskazywano, że zastosowanie jednolitych stóp rezerwy obowiązkowej dla wszystkich środków pozyskanych co najmniej na 2 lata przybliży polski system rezerwy obowiązkowej do rozwiązań stosowanych przez Eurosystem. Co więcej, zwracano uwagę, że wprowadzenie dyskutowanej zmiany może sprzyjać zmniejszaniu skali niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów polskich instytucji objętych obowiązkiem utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Rada podjęła uchwałę, zgodnie z którą stopa rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych co najmniej na 2 lata będzie wynosiła 0%. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 marca 2018 r. i ma zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od dnia 30 kwietnia 2018 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 grudnia 2017 r.

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Podkreślano, że w gospodarce światowej trwa ożywienie koniunktury, odzwierciedlone w danych o produkcji przemysłowej, rynku pracy, nastrojach podmiotów gospodarczych i handlu międzynarodowym. Wskazywano, że ożywienie w handlu międzynarodowym sprzyja dobrej koniunkturze w strefie euro, gdzie utrzymuje się wyższy niż w ubiegłym roku wzrost gospodarczy. Zwracano także uwagę na poprawę sytuacji na tamtejszym rynku pracy. Zaznaczano jednak, że stopa bezrobocia w strefie euro – pomimo obniżenia – jest wciąż wyższa niż przed globalnym kryzysem finansowym. W trakcie dyskusji na temat uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki wskazywano także na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych. Zwracano uwagę na wzrost dynamiki produkcji przemysłowej w tej gospodarce, a także na rekordowo wysoki poziom zatrudnienia przekładający się na wyższą niż w poprzednich kwartałach dynamikę sprzedaży detalicznej.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że – mimo ożywienia globalnej koniunktury – inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Oceniano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Zaznaczano, że inflacja bazowa w wielu gospodarkach rozwiniętych jest nadal niska. Zwracano uwagę, że umiarkowana dynamika cen utrzymuje się w szczególności w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki, zwłaszcza w strefie

euro, a także – pomimo wyraźnego ożywienia koniunktury i wysokiej dynamiki płac – w Europie Środkowo-Wschodniej. Wskazywano, że w ostatnich latach zależność między koniunkturą, dynamiką płac i inflacją osłabiła się w wielu krajach na świecie.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej są wyższe niż w poprzednich kwartałach, ale w ostatnich tygodniach pojawiły się sygnały świadczące o ich stabilizacji. Wskazywano, że w kolejnych kwartałach ceny tego surowca mogą pozostawać stabilne. Spośród czynników przyczyniających się do stabilizacji cen ropy członkowie Rady wymieniali elastyczną podaż ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych i jednoczesne dążenie niektórych producentów tego surowca do utrzymania udziału w rynku. W odniesieniu do pozostałych surowców energetycznych zwracano uwagę, że również ceny węgla kamiennego i gazu ziemnego są wyraźnie wyższe niż w poprzednich kwartałach.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w październiku rozpoczęła zmniejszanie swojej sumy bilansowej, a w grudniu prawdopodobnie podniesie stopy procentowe. Zaznaczano jednak, że utrzymuje się niepewność co do skali i tempa dalszych podwyżek stóp procentowych przez amerykański bank centralny. Ponadto w tej części dyskusji podkreślano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Zwracano przy tym uwagę, że EBC wciąż zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Podkreślano, że również w innych krajach w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki, w szczególności w Europie Środkowo-Wschodniej, stopy procentowe pozostają zbliżone do zera.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali, że roczne tempo wzrostu PKB przyśpieszyło w III kw. br. do 4,9%, a więc było wyższe, niż przewidywano w projekcji. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że do silniejszego niż oczekiwano w projekcji przyśpieszenia wzrostu PKB przyczynił się głównie wyraźny wzrost eksportu związany z ożywieniem koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w szczególności w strefie euro. Podkreślano, że w III kw. wzrosły także nakłady brutto na środki trwałe, choć wolniej niż oczekiwano w projekcji. Zwracano uwagę, że wzrost inwestycji był głównie związany ze zwiększeniem się inwestycji publicznych. Zaznaczano przy tym, że dynamika inwestycji firm spoza sektora górniczo-energetycznego wyraźnie wzrosła w III kw. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że poziom inwestycji przedsiębiorstw jest nadal niższy niż przed 2016 r.

Oceniano, że w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, choć w kolejnych latach można oczekiwać pewnego obniżenia się dynamiki PKB. Wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany przez stabilną dynamikę konsumpcji, przy dalszym wzroście dynamiki inwestycji. Jak podkreślali niektórzy członkowie Rady, wskazuje na to rosnąca absorpcja środków unijnych, przy czym zaznaczali oni, że jest ona jak dotąd skoncentrowana głównie w sektorze publicznym. Oceniano też, że – biorąc pod uwagę wysoki poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych, przy jednoczesnym wzroście popytu – w kolejnych kwartałach prawdopodobny jest dalszy wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Z kolei ograniczająco na dynamikę PKB będzie

oddziaływało stopniowe wygasanie statystycznych efektów programu „Rodzina 500 plus", a także prognozowane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na dalszy – choć nieco wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost liczby pracujących w gospodarce i w efekcie kontynuację spadku stopy bezrobocia. Zwracano uwagę, że dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce w III kw. była stabilna pomimo tego, że w sektorze przedsiębiorstw nastąpiło pewne przyśpieszenie wzrostu płac i dynamiki funduszu płac. Wyrażono opinię, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce jest ograniczana przez zamrożenie płac w sektorze publicznym oraz prawdopodobnie niższą dynamikę wynagrodzeń w małych firmach, w których pracuje znaczna część zatrudnionych. W tym kontekście zaznaczono, że w świetle najnowszych informacji o rozkładzie wynagrodzeń w Polsce poziom wynagrodzeń znacznej części zatrudnionych jest wciąż niewiele wyższy od płacy minimalnej, co dodatkowo ogranicza presję inflacyjną. Wskazywano również na relatywnie wysoką stopę aktywności zawodowej, która – obok znaczącej liczby pracowników z zagranicy – może być czynnikiem ograniczającym wzrost płac w Polsce. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że odsetek firm, w których dynamika płac rośnie szybciej niż dynamika wydajności, jest wyższy niż przed rokiem. Podkreślano jednocześnie, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce istotnie się obniżyła w III kw. W konsekwencji większość członków Rady oceniła, że rynek pracy – mimo niskiego bezrobocia i sygnalizowanych przez część firm trudności ze znalezieniem odpowiednich pracowników – nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych wzrosła w listopadzie do 2,5%. Zaznaczano, że głównym czynnikiem podwyższającym inflację jest obecnie wysoka dynamika cen żywności oraz wyraźnie wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen energii. Wskazywano przy tym, że wyższa dynamika cen energii jest związana ze wzrostem cen surowców energetycznych na światowych rynkach. Jednocześnie podkreślano, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska mimo relatywnie wysokiego tempa wzrostu konsumpcji.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, większość członków Rady oceniała, że – w świetle aktualnych informacji – inflacja w horyzoncie projekcji utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali, że w kolejnych kwartałach inflacja bazowa będzie prawdopodobnie rosła jedynie stopniowo. Zaznaczano, że istotnym czynnikiem hamującym wzrost dynamiki cen pozostanie niska inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki, a także oczekiwane w kolejnych kwartałach obniżenie dynamiki PKB. W nadchodzących miesiącach wygasną także statystyczne efekty bazy, co prawdopodobnie obniży dynamikę cen energii.

Część członków Rady zwracała natomiast uwagę na czynniki ryzyka oddziałujące w kierunku wyższej inflacji. W ich ocenie niski poziom inwestycji przedsiębiorstw może się przełożyć na obniżenie dynamiki wydajności, a tym samym oddziaływać w kierunku wyższego wzrostu jednostkowych kosztów pracy i inflacji w dłuższym okresie. Dodatkowo wyrazili oni opinię, że utrzymujące się relatywnie niskie inwestycje w sektorze górniczo-energetycznym mogą przyczynić się do wyższej dynamiki cen nośników energii. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wymóg utrzymywania obowiązkowych zapasów gazu ziemnego może skutkować wzrostem kosztów ponoszonych przez importerów tego surowca.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że aktualny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Wskazywano, że w świetle aktualnych informacji inflacja pozostanie zbliżona do celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymującą się – mimo relatywnie szybkiego wzrostu PKB – nadwyżkę w handlu zagranicznym Polski, a także zbliżony do dynamiki nominalnego PKB wzrost kredytu.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, również w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych. Członkowie ci ocenili, że stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym oczekiwane dalsze ożywienie inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na wyraźne nasilenie presji inflacyjnej, w szczególności związane z możliwością silniejszego przyśpieszenia wzrostu płac, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny także uwzględniać wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na akcję kredytową, ceny aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce. W opinii członków Rady istotne dla polityki pieniężnej będzie także kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Pojawiła się opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

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%.

W trakcie posiedzenia dyskutowano także na temat wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie oprocentowania rezerwy powinno sprzyjać urealnieniu jej obowiązkowego charakteru. Większość członków Rady wskazywała, że obniżenie oprocentowania powinno – wraz z nienaliczaniem rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata – wspierać zmniejszenie skali niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów polskich instytucji objętych obowiązkiem utrzymywania rezerwy. Pojawiła się opinia, że system rezerwy obowiązkowej nie powinien być modyfikowany do czasu wejścia w życie uchwały o nienaliczaniu rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata.

Rada podjęła uchwałę w sprawie wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej. Zgodnie z tą uchwałą wysokość oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej będzie wynosić 0,50%. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2018 r.

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 2017 r.

- Data: 4 kwietnia 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 1/2017 z dnia 4 kwietnia 2017 r. w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2016 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**	E. Gatnar
	G. M. Ancyparowicz		J. J. Kropiwnicki
	Ł. J. Hardt		K. Zubelewicz
	E. M. Łon		
	E. J. Osiatyński		
	R. Sura		
	J. Żyżyński		

- Data: 17 maja 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 2/2017 z dnia 17 maja 2017 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**	
	G. M. Ancyparowicz		
	E. Gatnar		
	Ł. J. Hardt		
	E. M. Łon		
	E. J. Osiatyński		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		
	J. Żyżyński		

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 17 maja 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 3/2017 z dnia 17 maja 2017 r. w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2016.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**
	G. M. Ancyparowicz	
	E. Gatnar	
	Ł. J. Hardt	
	E. M. Łon	
	E. J. Osiatyński	
	R. Sura	
	K. Zubelewicz	
	J. Żyżyński	

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 30 maja 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 4/2017 z dnia 30 maja 2017 r. w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2016 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**
	G. M. Ancyparowicz	
	Ł. J. Hardt	
	J. J. Kropiwnicki	
	E. M. Łon	
	E. J. Osiatyński	
	K. Zubelewicz	
	J. Żyżyński	

E. Gatnar i R. Sura byli nieobecni.

- Data: 4 lipca 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 1/DRF/2017 z dnia 4 lipca 2017 r. w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2017 i 2018.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**
	G. M. Ancyparowicz	
	E. Gatnar	
	Ł. J. Hardt	
	J. J. Kropiwnicki	
	E. M. Łon	
	E. J. Osiatyński	
	R. Sura	
	K. Zubelewicz	
	J. Żyżyński	

- Data: 19 września 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 5/2017 z dnia 19 września 2017 r. w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2018.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**	K. Zubelewicz
	G. M. Ancyparowicz		
	E. Gatnar		
	Ł. J. Hardt		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	E. J. Osiatyński		
	R. Sura		
	J. Żyżyński		

■ Data: 8 listopada 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 6/2017 z dnia 8 listopada 2017 r. zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**
	G. M. Ancyparowicz	
	E. Gatnar	
	Ł. J. Hardt	
	E. M. Łon	
	R. Sura	
	K. Zubelewicz	
	J. Żyżyński	

J. J. Kropiwnicki i E. J. Osiatyński byli nieobecni.

■ Data: 5 grudnia 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 7/2017 z dnia 5 grudnia 2017 r. zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**	G. M. Ancyparowicz
	E. Gatnar		Ł. J. Hardt
	J. J. Kropiwnicki		E. J. Osiatyński
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		
	J. Żyżyński		

- Data: 19 grudnia 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 8/2017 z dnia 19 grudnia 2017 r. w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2018.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:
A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
E. J. Osiatyński
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw:
K. Zubelewicz

www.nbp.pl

