

**Narodowy Bank Polski**

**Rada Polityki Pieniężnej**

**Sprawozdanie z wykonania  
założeń polityki pieniężnej na  
rok 2007**

**Warszawa, maj 2008**

## Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2007 r.....	3
2. Polityka pieniężna w 2007 r. ....	7
3. Instrumenty polityki pieniężnej.....	18
3.1 Nadpłynność sektora bankowego .....	18
3.2 Narzędzia realizacji polityki pieniężnej .....	19
Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny .....	26
Załącznik nr 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych .....	28
Załącznik nr 3. Bilans płatniczy .....	31
Załącznik nr 4. Pieniądz i kredyt.....	33
Załącznik nr 5. Projekcje inflacji NBP.....	41
Załącznik nr 6. Opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2007 r.....	45
Załącznik nr 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2007 r. ....	72

## 1. Strategia polityki pieniężnej w 2007 r.

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

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

Rada Polityki Pieniężnej opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Doświadczenia międzynarodowe pokazują, że taka strategia jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Po sprowadzeniu inflacji do niskiego poziomu, począwszy od 2004 r. RPP przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punkt procentowy. Horyzontem jego obowiązywania może być wejście Polski do ERM II. RPP realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego, który powinien być utrzymany do momentu przystąpienia Polski do ERM II. System płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do realizacji celu inflacyjnego.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2007* Rada Polityki Pieniężnej przedstawiła sposób rozumienia celu ciągłego i realizacji w sposób następujący:

- Po pierwsze, określenie cel *ciągły* oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się rocznymi i kwartalnymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP i w budżecie państwa. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej.
- Po drugie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz

przedziału wahań. Rozwiązanie takie pozwala na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, co sprzyja prowadzeniu polityki pieniężnej, która w reakcji na wstrząsy wymaga mniejszych i rzadszych zmian stóp procentowych.

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

miary inflacji bazowej, które pozwalają przynajmniej częściowo odróżnić skutki przejściowe od trwałych zmian presji inflacyjnej.

- Po szóste, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na zachowanie cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Długość tych opóźnień nie jest jednak stała i zależy w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych powodują, że banki centralne tylko w przybliżeniu mogą określić opóźnienie, jakie występuje od podjęcia decyzji do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację.
- Po siódme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale również poprzez utrzymanie ich przez pewien czas na określonym poziomie. Utrzymanie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiące lub kwartałów) na niezmiennym poziomie jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdyż prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.
- Po ósme, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności. Wysoka niepewność wynika między innymi z faktu, że modele wykorzystywane przez banki centralne do prognozowania inflacji mogą zacząć gorzej odwzorowywać zachowanie gospodarki ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Oznacza to, że a) przy podejmowaniu decyzji konieczne jest uwzględnianie całokształtu dostępnej informacji, a nie tylko wyników projekcji inflacji; b) nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku oraz c) ukierunkowana na przyszłość polityka pieniężna musi być przedstawiana otoczeniu jako dążenie do zrealizowania celu inflacyjnego w warunkach niepewności, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.
- Po dziewiąte, w ocenie perspektyw inflacji – szczególnie, gdy jest ona niska – banki centralne w prowadzeniu polityki pieniężnej uwzględniają kształtowanie się cen aktywów w związku z potrzebą zapewnienia stabilności finansowej. W warunkach zliberalizowanych rynków finansowych oraz sprzyjających niskiej inflacji korzystnych zjawisk po podażowej stronie gospodarki, wzrasta potrzeba uwzględniania stabilności finansowej w decyzjach władz monetarnych. Jeśli w reakcji na niską inflację banki centralne nadmiernie obniżą stopy procentowe, może to prowadzić do szybkiego wzrostu

cen aktywów. Wzrostowi temu towarzyszy ryzyko tzw. niestabilnego boomu, w którym wyższa inflacja pojawia się ze znacznym opóźnieniem. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów narasta ryzyko gwałtownego i znacznego ich spadku, co rodzi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego i sfery realnej. Stabilność systemu finansowego umożliwia efektywne funkcjonowanie mechanizmu transmisji, co jest kluczowe dla właściwej realizacji polityki pieniężnej. Przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń na rynku aktywów oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne może być uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych.

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

Ponadto Rada podtrzymała w *Założeniach* przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków umożliwiających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie.

## 2. Polityka pieniężna w 2007 r.

Oceniając politykę pieniężną w 2007 r. należy uwzględnić, że podobnie jak w latach poprzednich, była ona prowadzona w warunkach niepewności. Decyzje banku centralnego są podejmowane na podstawie informacji i prognoz dostępnych w chwili ich podejmowania, co sprawia, że z późniejszej perspektywy nie zawsze muszą się one wydawać optymalne z punktu widzenia konieczności stabilizowania inflacji jak najbliżej celu. Natura polityki pieniężnej, a w tym przede wszystkim znaczne opóźnienia pomiędzy decyzjami banku centralnego i ich skutkami dla gospodarki sprawia, że decyzje muszą być podejmowane z wyprzedzeniem i że ich późniejsza ocena musi uwzględniać towarzyszącą im niepewność. Dlatego też ocena polityki pieniężnej prowadzonej w przeszłości wymaga uwzględnienia zakresu informacji, jaki był dostępny w momencie podejmowania decyzji, ponieważ z natury rzeczy jest on mniejszy od zakresu informacji dostępnego w momencie dokonywania oceny *ex post*.

Główną przyczyną niepewności w polityce pieniężnej jest to, że od podjęcia decyzji dotyczących stóp procentowych do czasu uwidocznienia się ich najsilniejszego wpływu na inflację upływa kilka kwartałów. Procesy inflacyjne w 2007 r. kształtowały się zatem w znacznym stopniu pod wpływem polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2005-2006. Natomiast polityka pieniężna prowadzona w 2007 r. będzie oddziaływać przede wszystkim na procesy inflacyjne w 2008 i 2009 r.

W 2007 r. istotny wpływ na politykę pieniężną wielu banków centralnych, w tym na politykę Narodowego Banku Polskiego, miały zaburzenia obserwowane w II poł. roku w gospodarce światowej. Zaburzenia te stanowiły pewne zaskoczenie zarówno dla uczestników rynków finansowych, jak i większości banków centralnych. Skutkiem ich wystąpienia był znaczny wzrost niepewności oraz stopniowe rewizje formułowanych w I poł. roku ocen przyszłej sytuacji gospodarczej (patrz Wykres 1).

Po pierwsze, do wyraźnego wzrostu niepewności w II poł. 2007 r. przyczyniły się zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych zapoczątkowane na rynku kredytów hipotecznych typu *subprime* w Stanach Zjednoczonych. W miarę napływu nowych informacji coraz powszechniejsze stawało się przekonanie o możliwości znacznego negatywnego wpływu tych zaburzeń na aktywność gospodarczą w Stanach Zjednoczonych, a także w innych krajach, w tym w strefie euro. Rosnące prawdopodobieństwo takiego rozwoju wydarzeń skłoniło główne banki centralne do łagodzenia lub powstrzymania się od zaostrzania polityki pieniężnej, mimo wzrostu bieżącej inflacji. Łagodzenie polityki

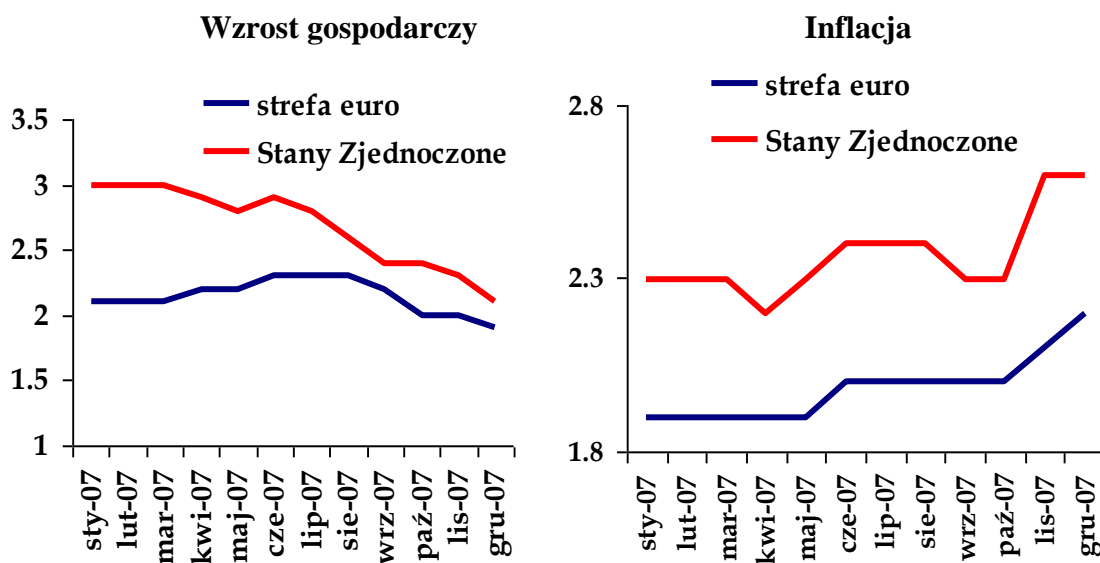
pieniężnej w niektórych krajach związane było także ze wzrostem zagrożenia stabilności ich systemów finansowych. Jednocześnie znaczna niepewność dotycząca skali i trwałości spowolnienia w Stanach Zjednoczonych i jego wpływu na inne gospodarki utrudniała ocenę ryzyka dla stabilności cen w krajach, które nie zostały bezpośrednio dotknięte przez kryzys zapoczątkowany na rynku kredytów *subprime*.

Po drugie, znaczny wzrost cen surowców energetycznych, zwłaszcza ropy naftowej, oraz cen żywności i surowców rolnych na rynkach światowych, przyczynił się w IV kw. 2007 r. do wyraźnego przyspieszenia inflacji w wielu krajach w tym w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Na koniec 2007 r. inflacja w Czechach wyniosła 5,4% r/r, na Węgrzech 7,4% r/r, a na Słowacji 3,4% r/r.

Istotne znaczenie dla banków centralnych przy reakcji na te szoki cenowe miała zmieniająca się w czasie ocena trwałości tych szoków. Stopniowo dochodzono do przekonania, że oba szoki mają prawdopodobnie bardziej trwały charakter niż typowe wstrząsy cenowe wynikające z przejściowych zakłóceń podaży. Relatywnie długi okres podwyższonego wzrostu cen tych produktów sugerował, że wstrząsy te wynikają w znacznej części ze zmian strukturalnych, w tym m.in. ze wzrostu popytu na surowce i żywność w krajach rozwijających się oraz zwiększenia produkcji biopaliw na świecie. W tych warunkach niewłaściwa reakcja polityki pieniężnej na te wstrząsy mogłaby przyczynić się do nadmiernych wahań produkcji i zatrudnienia.

**Wykres 1**

**Prognozy wzrostu gospodarczego i inflacji w strefie euro i Stanach Zjednoczonych na rok 2008 (% r/r)**



Źródło: Foreign Exchange Consensus Forecasts



Banki centralne musiały brać pod uwagę ryzyko obniżenia wiarygodności swojej polityki wskutek wzrostu inflacji, mimo że wynikał on w znaczącej części z oddziaływania czynników, które pozostawały poza bezpośrednim wpływem ich polityki pieniężnej. Ponadto, banki musiały uwzględniać ryzyko, że silny wzrost cen dóbr stosunkowo często nabywanych (żywność, paliwa) może wpłynąć na wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji – poprzez ewentualne efekty drugiej rundy – na utrwalenie podwyższonej inflacji.

W 2007 r. w Polsce polityka pieniężna była prowadzona – podobnie jak w innych krajach - w warunkach stopniowego wzrostu inflacji. Roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wzrósł z 1,6% r/r w styczniu do 4,0% r/r w grudniu 2007 r. (patrz Wykres 2). W okresie styczeń-październik 2007 r. inflacja kształtowała się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP ( $2,5\% \pm 1$  punkt procentowy). W listopadzie i grudniu 2007 r. inflacja przekroczyła górną granicę odchyień od celu (3,5%). Mimo to średnioroczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,5%, a zatem ukształtował się na poziomie celu inflacyjnego NBP. Wyraźny wzrost inflacji pod koniec 2007 r. spowodował, że mimo podwyższenia podstawowych stóp procentowych NBP w 2007 r. łącznie o 1 punkt procentowy, realne stopy procentowe *ex post* (deflowane bieżącym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych) były w grudniu 2007 r. o 1,6 punktu procentowego niższe niż rok wcześniej. Obniżenie realnych stóp procentowych, do którego przyczyniło się przede wszystkim znaczne przyspieszenie inflacji obserwowane było także w wielu innych krajach.

Do stopniowego wzrostu inflacji w 2007 r. przyczyniały się przede wszystkim wzrosty dynamiki cen żywności oraz cen paliw, o czym świadczy znaczna różnica między inflacją CPI a wskaźnikiem inflacji bazowej netto. Roczne tempo zmian cen żywności wzrosło z 2,8% r/r w styczniu do 7,9% r/r w grudniu 2007 r., co było efektem działania kilku czynników. W kierunku wzrostu cen żywności oddziaływały niekorzystne warunki podażowe w kraju, w tym niska podaż zbóż w początkowych miesiącach 2007 r. (po suszy w 2006 r.) oraz słabsze niż w latach ubiegłych zbiory owoców, związane z przymrozkami w maju 2007 r. Ponadto, wysokie tempo wzrostu cen żywności w Polsce w dużej mierze wynikało ze znacznego wzrostu cen na międzynarodowych rynkach rolno-spożywczych.

W pierwszych dwóch miesiącach 2007 r. dynamika cen paliw była czynnikiem obniżającym stopę inflacji. W okresie marzec-wrzesień 2007 r. wzrost cen paliw jedynie nieznacznie przyczyniał się do wzrostu ogólnego wskaźnika cen konsumpcyjnych. W dalszej części roku obserwowany był silny wzrost cen ropy na światowych rynkach surowcowych, który jednak był częściowo amortyzowany aprecjacją kursu złotego do dolara amerykańskiego. Wzrost cen ropy w połączeniu z niską bazą poprzedniego roku wpłynął,

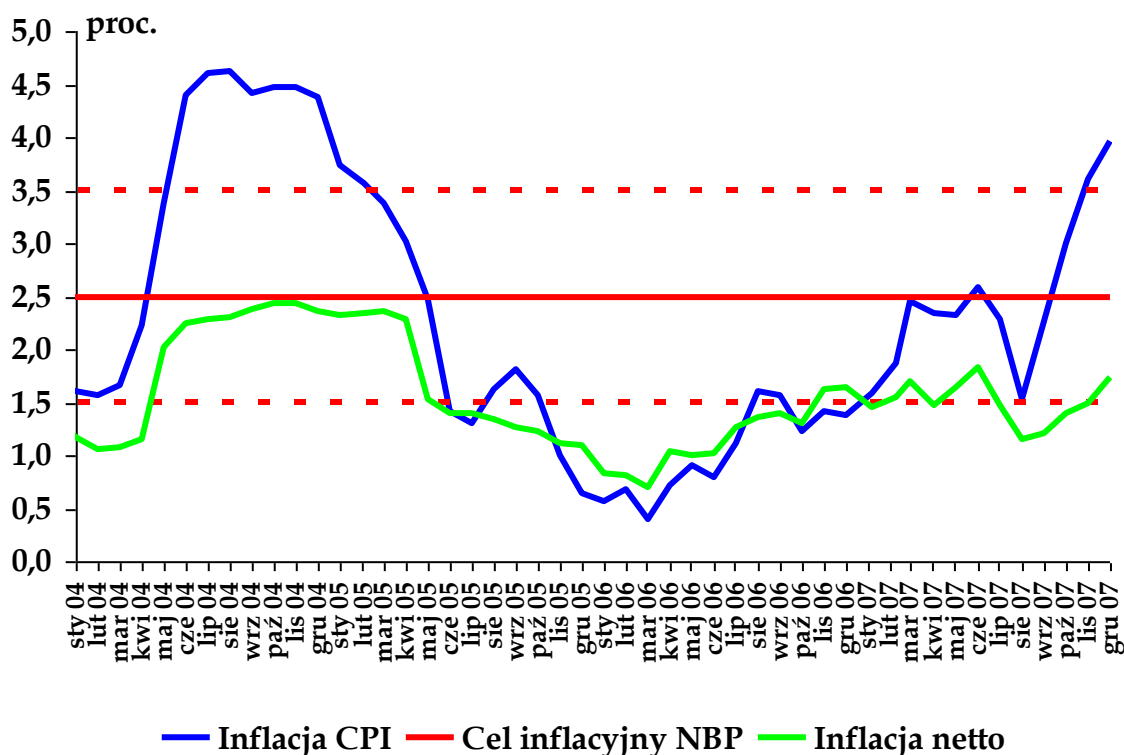
począwszy od października 2007 r., na znaczny wzrost rocznej dynamiki cen paliw (z 2,5% we wrześniu do 18,1% w grudniu), co w konsekwencji spowodowało wzrost rocznego wskaźnika CPI w tym okresie. Do podniesienia ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych w 2007 r. w Polsce dodatkowo przyczynił się także wzrost cen wyrobów tytoniowych, będący skutkiem podwyższenia stawki akcyzy na te wyroby w styczniu 2007 r. Należy podkreślić, że omawiane czynniki, odpowiadające w znacznej mierze za wzrost inflacji w II poł. 2007 r., znajdowały się poza bezpośrednim oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej.

W 2007 r. do wzrostu inflacji przyczyniało się również wysokie tempo wzrostu gospodarczego; PKB wzrósł o 6,6%, co było najwyższym tempem wzrostu w ciągu ostatnich 10 lat. Dominujący udział we wzroście PKB miał dynamiczny wzrost inwestycji oraz wzrost konsumpcji indywidualnej. Struktura wzrostu w 2007 r. była korzystna z punktu widzenia przyszłej presji inflacyjnej, gdyż wysoki udział inwestycji we wzroście PKB będzie sprzyjał wzrostowi produktu potencjalnego oraz wydajności pracy w średnim okresie.

Wzrost gospodarczy w Polsce w ostatnim okresie przyczynił się do zwiększenia popytu na pracę. Rosnącej liczbie pracujących i szybko obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszył jednak spadek liczby aktywnych zawodowo. Zmniejszająca się podaż pracy w kraju wynikała m.in. z wycofywania się z rynku pracy osób uprawnionych do wcześniejszych emerytur oraz emigracji zarobkowej Polaków do krajów UE. Miało to swoje odzwierciedlenie w szybkim wzroście wynagrodzeń. Rosnąca dynamika wynagrodzeń w gospodarce, w połączeniu z niższym wzrostem wydajności pracy, przełożyła się na wyższe w porównaniu z 2006 r. tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Jednakże, w 2007 r. wzrost wynagrodzeń przenosił się na ceny w ograniczonym stopniu, m.in. dzięki dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz relatywnie małemu udziałowi kosztów pracy w łącznych kosztach produkcji. W 2007 r. na bardzo niskim poziomie utrzymywał się odsetek przedsiębiorstw, które w badaniach ankietowych wskazywały, że wzrost płac stanowi główną lub jedną z przyczyn podwyżek cen.

Do ograniczania inflacji przyczyniała się również silna konkurencja na rynkach międzynarodowych oraz wzrost otwartości polskiej gospodarki, których efektem był utrzymujący się spadek cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Od II kw. 2007 r. obniżaniu inflacji sprzyjał także spadek cen importu wyrażonych w złotych, do którego przyczyniło się umocnienie kursu złotego w tym okresie.

Inflacja i cel inflacyjny w latach 2004-2007



Źródło: Dane GUS, NBP.

\*\*\*

Dążąc do utrzymania inflacji na poziomie celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej, Rada Polityki Pieniężnej w 2007 r. czterokrotnie podwyższyła stopy procentowe NBP – w kwietniu, czerwcu, sierpniu i listopadzie, każdorazowo o 0,25 punktu procentowego. Podejmując decyzję o poziomie stóp procentowych NBP, Rada każdorazowo brała pod uwagę perspektywę kształtowania się inflacji, w tym wyniki kolejnych projekcji, oceniając je w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Zgodnie z centralną ścieżką projekcji inflacji ze stycznia 2007 r., przy założeniu stałych stóp procentowych, w I poł. 2007 r. inflacja miała powrócić do celu inflacyjnego. Przewidywano, że w 2008 r. inflacja będzie nadal wzrastać, a w II poł. 2009 r. przekroczy górną granicę odchylenia od celu<sup>1</sup>. Dane makroekonomiczne napływające w okresie styczeń–marzec 2007 r. wskazywały na utrzymywanie się w Polsce wysokiego poziomu aktywności

<sup>1</sup> Projekcje inflacji opracowane przez zespół ekonomistów NBP stanowią jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Projekcje opublikowane w 2007 r. przedstawione są w Załączniku nr 5.

gospodarczej, któremu towarzyszył dynamicznie rosnący popyt na pracę oraz wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń. Rada oceniała jednak, że w krótkim okresie zarówno wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych, jak i inflacja bazowa netto będą wyraźnie niższe niż wskazywała na to projekcja styczniowa. W średnim okresie, zdaniem Rady, można było natomiast oczekiwać kontynuacji stopniowego zwiększania dynamiki płac, co mogło prowadzić do wzrostu inflacji. Rada oceniała, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie umiarkowany, o ile utrzyma się wysokie tempo wzrostu wydajności oraz niska dynamika cen zewnętrznych, związana z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

W styczniu i lutym Rada uznała, że ówczesny poziom stóp procentowych NBP powinien sprzyjać utrzymaniu inflacji w średnim okresie w pobliżu celu (2,5%) i w związku z tym utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rada sygnalizowała, że ustabilizowanie inflacji w pobliżu celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej, a przyszłe decyzje Rady będą zależały od nowych informacji dotyczących przebiegu procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywy inflacji w Polsce. W marcu 2007 r., utrzymując stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, Rada podtrzymała opinię o potrzebie zacieśnienia polityki pieniężnej, dodając, że może ono nastąpić w najbliższym czasie.

Na posiedzeniu w kwietniu 2007 r. Rada zapoznała się z kolejną projekcją inflacji, która wskazywała, że do połowy 2008 r. inflacja kształtować się będzie poniżej celu. Przewidywano jednak, że począwszy od końca 2007 r. tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie systematycznie rosnąć, a na koniec horyzontu projekcji zbliżyć się do górnej granicy odchylenia od celu.

Biorąc pod uwagę dostępne w kwietniu 2007 r. dane, Rada oceniała, że gospodarka polska znajdowała się w okresie silnego wzrostu, który powinien się utrzymać przynajmniej w kilku następnych kwartałach. Sprzyjać temu miała wysoka aktywność w gospodarce światowej, w tym w strefie euro. Rada uznała, że w kolejnych kwartałach utrzyma się także wysokie tempo wzrostu popytu krajowego, najprawdopodobniej przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB, co mogło spowodować stopniowe narastanie presji płacowej i inflacyjnej. Uwzględniając wyniki kwietniowej projekcji inflacji, Rada oceniła, że w II poł. 2007 r. inflacja powinna przejściowo obniżyć się do poziomu wyraźnie niższego od celu inflacyjnego (2,5%). Natomiast w średnim okresie, zdaniem Rady, pogorszył się bilans czynników kształtujących przyszłą inflację i prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu stało się wyższe niż prawdopodobieństwo, że będzie ona niższa od celu. W

związku z tym Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP o 0,25 punktu procentowego.

W okresie maj-lipiec 2007 r. Rada podtrzymywała swoją ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie wyrażoną na kwietniowym posiedzeniu, zaznaczając równocześnie, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie nieco niższe niż w I kw. 2007 r.

Na podstawie dostępnych w maju danych o sytuacji na rynku pracy Rada oceniła, że istnieje niebezpieczeństwo dalszego narastania presji płacowej, które mogłoby prowadzić do wzrostu inflacji. Jednak w średnim okresie wzrost inflacji miał być ograniczony przede wszystkim przez: prawdopodobne utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu wydajności, któremu sprzyjać powinien dynamiczny wzrost nakładów inwestycyjnych, bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz niską dynamikę cen zewnętrznych, związaną z procesem globalizacji. Równocześnie Rada oceniała, że w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego obniżyło się jako efekt kwietniowej podwyżki stóp procentowych NBP, choć nadal było wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Utrzymując w maju stopy procentowe na niezmiennym poziomie Rada wskazywała, że pełniejsza ocena skali ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny będzie możliwa po analizie kolejnych danych.

W czerwcu Rada zwróciła uwagę, że dostępne wówczas dane o rynku pracy wskazywały na pogorszenie się relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Wprawdzie – podobnie jak na wcześniejszych posiedzeniach – Rada wskazała na czynniki, które mogłyby ograniczyć wzrost inflacji w średnim okresie (tj. utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wydajności, bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz niską dynamikę cen zewnętrznych), to jednak uznała siłę ich oddziaływania za niewystarczającą do utrzymania inflacji na poziomie celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP o 0,25 punktu procentowego.

W lipcu Rada zapoznała się z nową projekcją inflacji, która wskazywała, że cel inflacyjny (2,5%) zostanie przekroczony w IV kw. 2007 r., natomiast do końca horyzontu projekcji inflacja może kształtować się w paśmie odchyłeń od celu, zbliżając się do jego górnej granicy pod koniec 2009 r.

W uzasadnieniu lipcowej decyzji o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie Rada ponownie zwróciła uwagę na wcześniej wymieniane czynniki oddziałujące zarówno w kierunku wzrostu jak i ograniczenia presji inflacyjnej. Jako dodatkowy argument przemawiający za ograniczeniem wzrostu inflacji w średnim okresie, wskazano na niską dynamikę cen zewnętrznych. Zwracano równocześnie uwagę na politykę pieniężną

prowadzoną przez główne banki centralne. Rada oceniała, że w średnim okresie, wskutek dokonanego wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej, bilans czynników kształtujących przyszłą inflację wskazywał na pewien spadek prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego, choć ryzyko realizacji takiego scenariusza pozostało wyższe niż tego, że inflacja będzie niższa od celu.

W sierpniu wystąpiły zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych. Spowodowało to wzrost ryzyka, że osłabienie aktywności w gospodarce Stanów Zjednoczonych, a w konsekwencji także w strefie euro będzie większe niż wcześniej oczekiwano. Mimo zwiększenia się niepewności dotyczącej uwarunkowań zewnętrznych, Rada podtrzymała pozytywną ocenę perspektyw wzrostu polskiej gospodarki, zwracając przy tym uwagę na głębsze niż wcześniej szacowano pogorszenie się relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Wskazała również na ryzyko pogorszenia równowagi finansów publicznych, do którego mogły prowadzić decyzje zmniejszające dochody i zwiększające wydatki sektora finansów publicznych podjęte w okresie bezpośrednio poprzedzającym sierpniowe posiedzenie. Czynniki te mogły skutkować dodatkową presją inflacyjną w średnim okresie. Rada uznała, że ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację wskazywała na konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej i podjęła decyzję o podwyższeniu stóp procentowych NBP o 0,25 punktu procentowego.

Na wrześniowym posiedzeniu Rada potwierdziła swoją wcześniejszą ocenę dotyczącą perspektyw inflacji, podkreślając równocześnie trudności w ocenie skali wpływu występujących od sierpnia 2007 r. zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na wzrost gospodarki amerykańskiej i strefy euro, a w konsekwencji na gospodarkę polską. Rada wskazała jednak na ewentualne spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej jako na czynnik mogący ograniczyć presję inflacyjną.

Na posiedzeniu w październiku Rada zapoznała się z najnowszą projekcją inflacji. Zgodnie ze ścieżką centralną cel inflacyjny (2,5%) miał zostać przekroczony w IV kw. 2007 r. Równocześnie przewidywano, że w horyzoncie projekcji inflacja będzie stopniowo przyspieszać (poza krótkotrwałym wyhamowaniem w I poł. 2008 r.) i od II kw. 2009 r. do końca horyzontu projekcji pozostanie powyżej górnej granicy odchyłeń od celu.

Rada zwróciła uwagę na nieznaczne obniżenie prognoz wzrostu gospodarki amerykańskiej i strefy euro, do czego przyczyniły się zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych. Wskazywano także, że dostępne w październiku dane makroekonomiczne sygnalizowały możliwość osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Na posiedzeniu zwracano również uwagę na znaczną aprecjację kursu złotego, która nastąpiła w poprzednich dwóch miesiącach. Czynniki te, zdaniem Rady, powinny ograniczać przyszłą

inflację. Równocześnie obejmujący gospodarkę światową proces wzrostu cen żywności zwiększał ryzyko wzrostu inflacji.

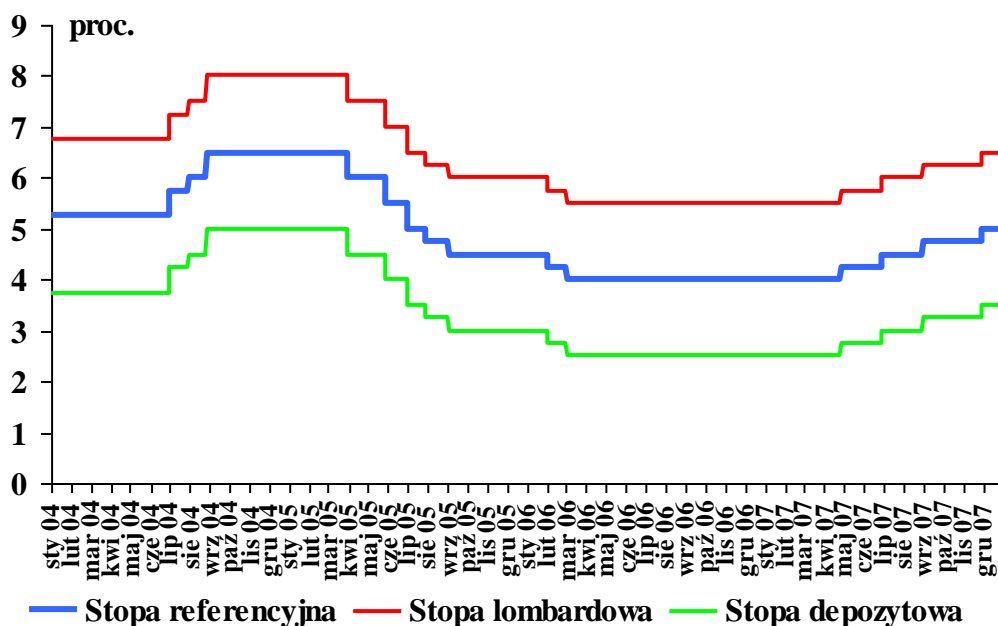
W uzasadnieniu decyzji wrześniowej i październikowej Rada wskazywała, że w średnim okresie, wskutek dokonanego wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej, bilans czynników kształtujących przyszłą inflację poprawił się. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w oczekiwaniu na kolejne dane umożliwiające pełniejszą ocenę skali ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny NBP.

W listopadzie Rada podkreślała, że wzrosła niepewność, co do skali wpływu zaburzeń na rynkach finansowych na tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Jednocześnie inflacja w październiku okazała się nieco wyższa od oczekiwań i wyniosła 3,0%, a więc przekroczyła cel inflacyjny NBP. Na podstawie najnowszych danych makroekonomicznych Rada uznała, że w kolejnych miesiącach inflacja ukształtuje się powyżej ścieżki centralnej z październikowej projekcji. Zwrócono także uwagę, że ryzyko wzrostu inflacji w Polsce zwiększał obejmujący gospodarkę światową i oddziałujący na rynek krajowy, proces wzrostu cen żywności oraz wyższe od założonych w październikowej projekcji ceny ropy. Ponadto, przekazany wówczas do parlamentu projekt budżetu państwa wskazywał, zdaniem Rady, na procykliczne oddziaływanie polityki fiskalnej na gospodarkę w 2008 r. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, a także uwzględniając ryzyko wtórnych efektów wzrostu bieżącej inflacji, Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stóp procentowych NBP o 0,25 punktu procentowego, zaznaczając, że będzie dążyć do obniżenia inflacji w średnim okresie do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym.

W grudniu wyraźnie wyższa listopadowa inflacja i związane z tym ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych, a także napięcia na rynku pracy stanowiły, zdaniem większości członków Rady, istotny czynnik ryzyka dla stabilności cen. Jednak ze względu na wcześniejszy niż w innych miesiącach termin posiedzenia, Rada dysponowała mniejszą niż zwykle ilością informacji na temat procesów gospodarczych. Rada stwierdziła, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie będzie możliwa na kolejnym posiedzeniu oraz, że dotychczasowe tempo zacieśniania polityki pieniężnej było wystarczające z punktu widzenia stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. Rada zdecydowała się zatem utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie, jednocześnie podtrzymując deklarację, że będzie dążyć do obniżenia inflacji w średnim okresie do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym.

Na koniec 2007 r. podstawowe stopy procentowe NBP były o 1 punkt procentowy wyższe niż na początku 2007 r. i wynosiły: stopa referencyjna 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, stopa redyskonta weksli 5,25%.

## Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2004-2007



Źródło: Dane NBP.

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego była, tak jak w poprzednich latach, komunikacja z otoczeniem. W jej ramach Rada przedstawiała swoje oceny aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2007 r. nadal należały: *Raport o inflacji*, *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* oraz konferencja prasowa po posiedzeniu Rady. Dążąc do zwiększenia przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej, od maja Rada rozpoczęła publikowanie, zgodnie w praktyką wielu banków centralnych, *Opisu dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej*. W comiesięcznym *Opisie dyskusji* prezentowane są najważniejsze zagadnienia rozpatrywane podczas posiedzeń Rady oraz argumenty wysuwane przez uczestników dyskusji. Głównymi zagadnieniami omawianymi przez Radę<sup>2</sup> w 2007 r. były średniookresowe perspektywy inflacji, perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, a także zmiany obserwowane na rynku pracy. Na posiedzeniach dyskutowano także o kształtowaniu się kursu złotego i cen żywności, o zaburzeniach na międzynarodowych rynkach finansowych, polityce pieniężnej prowadzonej przez inne banki centralne oraz sytuacji finansów publicznych. Przedmiotem dyskusji były również zmiany bieżącej inflacji i

<sup>2</sup> Szerszy opis zagadnień omawianych na posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej w 2007 r., znajduje się w rozdziale Polityka pieniężna *Raportów o Inflacji* z kwietnia, lipca i października 2007 r. oraz z lutego 2008 r. Od maja 2007 r. opisy dyskusji publikowane są także co miesiąc jako odrębny dokument (tj. *Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej*). Opublikowane w 2007 r. *Opisy dyskusji* znajdują się w Załączniku nr 6.



związane z tym zmiany oczekiwań inflacyjnych, w tym ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, kształtowanie się agregatów monetarnych, wpływ globalizacji na procesy gospodarcze w Polsce, perspektywy spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht oraz zmiany nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki.

### **3. Instrumenty polityki pieniężnej**

W 2007 r. NBP realizował politykę pieniężną, oddziałując na poziom inflacji za pomocą stóp procentowych. RPP określała wysokość oficjalnych stóp procentowych NBP, które wyznaczały rentowności instrumentów polityki pieniężnej. W celu kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych, zgodnie z zasadami ustalonymi przez RPP, NBP wykorzystywał następujące instrumenty: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwę obowiązkową. Wpływając na poziom krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który byłby spójny z założonym celem inflacyjnym.

#### **3.1 Nadpłynność sektora bankowego**

Nadpłynność sektora bankowego w 2007 r. nieznacznie spadła. Jej poziom, mierzony jako średnioroczne saldo bonów pieniężnych NBP, wyniósł 19.302 mln zł i był niższy o 456 mln zł, tj. o 2,3% niż w 2006 r.

Na kształtowanie się płynności wpływały zmiany czynników niezależnych od decyzji NBP. W kierunku zwiększenia skali nadpłynności oddziaływał głównie skup walut netto przez NBP, co miało wpływ na wzrost nadpłynności w ujęciu średniorocznym o 6 254 mln zł. Innymi czynnikami działającymi w kierunku wzrostu płynności były wypłaty NBP obejmujące między innymi: dyskonto bonów pieniężnych NBP, wpłatę części zysku NBP za 2006 r. do budżetu państwa, odsetki od rezerwy obowiązkowej i obligacji NBP. Na zmniejszenie poziomu nadpłynności wpłynęły między innymi: przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu (średnio w roku o 11 502 mln zł), zwiększenie rezerwy obowiązkowej banków, wzrost depozytów budżetowych w NBP.

Dodatkowo, nadpłynność sektora bankowego absorbowana była przez obligacje wyemitowane przez NBP w 2002 r. w kwocie 7 816 mln zł, których termin zapadalności przypada na 2012 r.

W II połowie 2007 r., a zwłaszcza w grudniu, banki ograniczały swoje zaangażowanie w zakup bonów pieniężnych NBP i na większą skalę wykorzystywały depozyt na koniec dnia w banku centralnym. Chęć banków do utrzymywania wyższego poziomu wolnych środków spowodowana była sytuacją na rynkach światowych, związaną z kryzysem na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych.

## 3.2 Narzędzia realizacji polityki pieniężnej

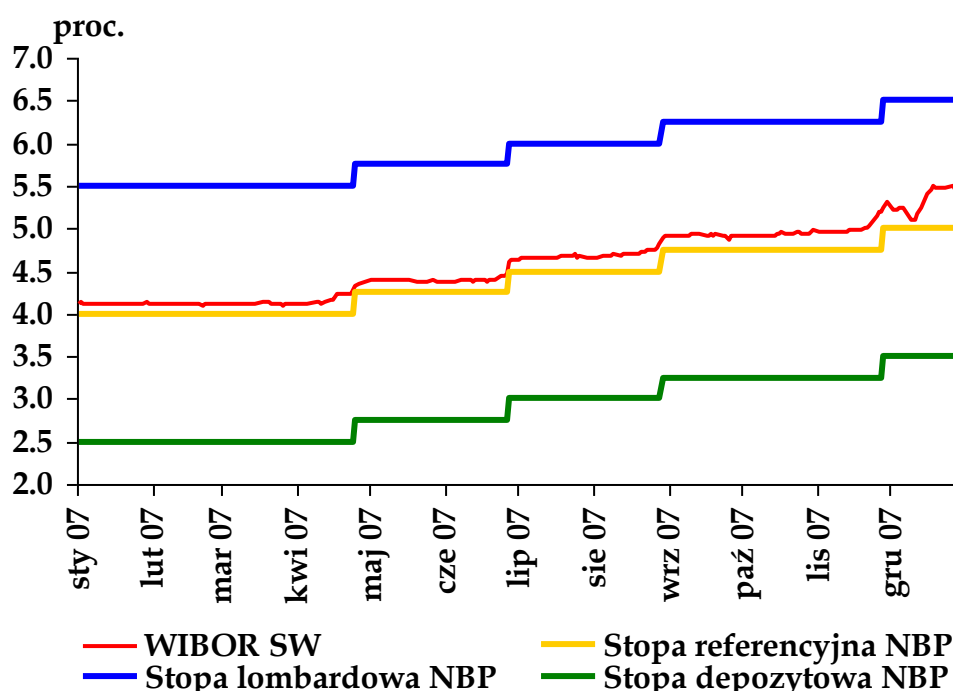
### Stopa procentowa

W 2007 r. podstawowym instrumentem polityki pieniężnej była krótkoterminowa stopa procentowa. Rada Polityki Pieniężnej określała wysokość stóp procentowych NBP, które wyznaczały oprocentowanie instrumentów polityki pieniężnej, tj.: operacji otwartego rynku, rezerwy obowiązkowej oraz operacji depozytowo-kredytowych.

Główną stopą NBP była stopa referencyjna. Stopa ta oddziaływała na poziom stawki rynkowej o terminie porównywalnym z zapadalnością podstawowych operacji otwartego rynku (WIBOR SW<sup>3</sup>). Stopy depozytowa i lombardowa NBP wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych *overnight* na rynku międzybankowym. Stopa redyskonta weksli pośrednio określała oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej.

Wykres 3

Stopy procentowe NBP oraz stawka rynku międzybankowego WIBOR SW w 2007 r.



Źródło: Dane NBP.

W 2007 r. Rada Polityki Pieniężnej czterokrotnie dokonywała podwyżki stóp podstawowych NBP. Stopa referencyjna została podniesiona łącznie z 4,00% do 5,00%, stopa lombardowa z 5,50% do 6,50%, depozytowa z 2,50% do 3,50%, a redyskonta weksli z 4,25%

<sup>3</sup> WIBOR SW (ang. *Warsaw Interbank Offer Rate Spot Week*) – stawka, po której banki są gotowe udzielić pożyczki na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych na okres 7 dni. Obliczana jest jako średnia arytmetyczna z kwotowań przekazywanych przez uczestników tzw. fixingu, przeprowadzanego każdego dnia roboczego o godz. 11.00 i publikowana na stronie serwisu informacyjnego Reuters (WIBO). Organizatorem fixingu jest ACI Polska.

do 5,25%. Szerokość korytarza wahań krótkoterminowych stawek rynkowych pozostała niezmienną i wynosiła +/-1,5 punktu procentowego wokół stopy referencyjnej.

W ślad za podwyżkami stopy referencyjnej podążały krótkoterminowe stopy procentowe na rynku międzybankowym. Stawka WIBOR SW oscylowała wokół stopy referencyjnej NBP i utrzymywała się w korytarzu wahań wyznaczonym przez stopy lombardową i depozytową NBP. Średnie odchylenie<sup>4</sup> tej stawki od stopy referencyjnej NBP w 2007 r. wyniosło 9 punktów bazowych i było wyższe o 3 punkty bazowe w porównaniu do roku poprzedniego. Wzrost odchylenia stawki WIBOR SW w stosunku do 2006 r. wystąpił w II połowie, w szczególności w IV kwartale 2007 r. Wynikał głównie z:

- nasilenia się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP, oraz
- wzrostu awersji do ryzyka na rynku międzybankowym, będącego następstwem kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych i związanych z tym zaburzeń płynnościowych na rynkach światowych.

**Tabela 1**

**Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian oficjalnych stóp procentowych w 2007 r.**

Data podjęcia decyzji*	Decyzja:
25 kwietnia 2007 r.	- Podwyższenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku z 4,00% do 4,25% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 5,50% do 5,75% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 4,25% do 4,50% - Podwyższenie stopy depozytowej z 2,00% do 2,75%.
27 czerwca 2007 r.	- Podwyższenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku z 4,25% do 4,50% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 5,75% do 6,00% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 4,50% do 4,75% - Podwyższenie stopy depozytowej z 2,75% do 3,00%.
29 sierpnia 2007 r.	- Podwyższenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku z 4,50% do 4,75% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,00% do 6,25% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 4,75% do 5,00% - Podwyższenie stopy depozytowej z 3,00% do 3,25%.
28 listopada 2007 r.	- Podwyższenie minimalnej stopy rentowności 7-dniowych operacji otwartego rynku z 4,75% do 5,00% - Podwyższenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 6,25% do 6,50% - Podwyższenie stopy redyskonta weksli z 5,00% do 5,25% - Podwyższenie stopy depozytowej z 3,25% do 3,50%.

Źródło: Dane NBP.

\* decyzje wchodziły w życie następnego dnia roboczego

<sup>4</sup> Średnie odchylenie stawki WIBOR SW, a także stawek WIBOR O/N i POLONIA zostało przeliczone wg jednolitej bazy 365 dni w roku.

Średnie odchylenie stawki POLONIA<sup>5</sup> od stopy referencyjnej NBP w 2007 r. wyniosło 23 punkty bazowe, natomiast stawki WIBOR O/N – 19 punktów bazowych (w 2006 r. odpowiednio 16 i 10 punktów bazowych).

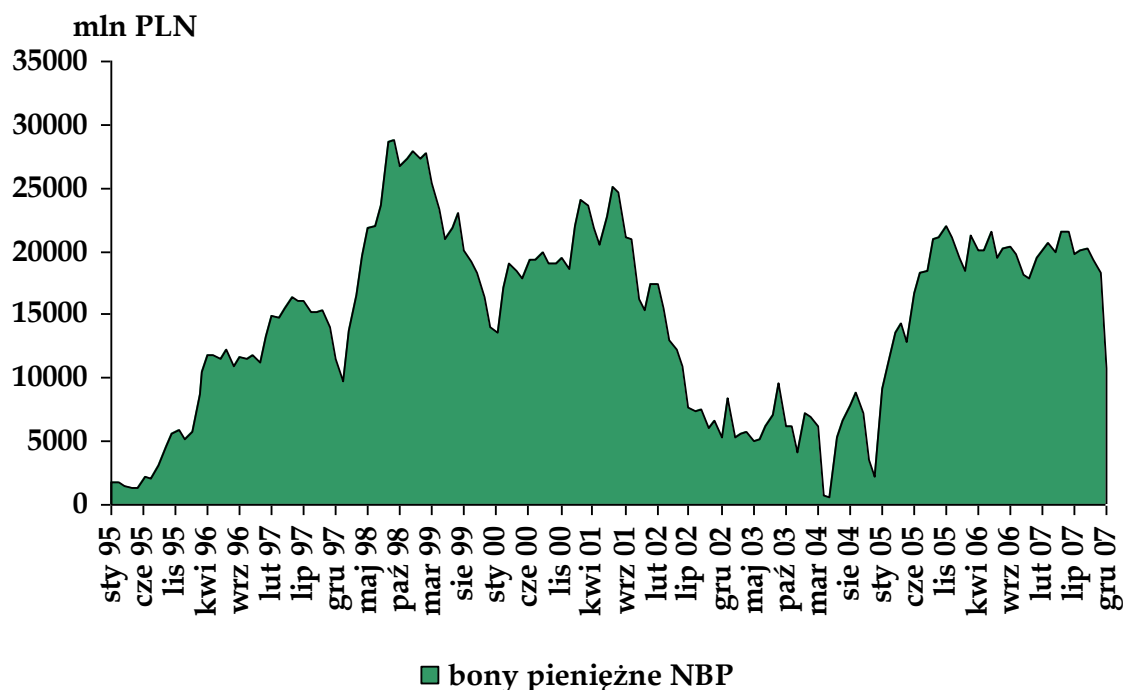
### Operacje otwartego rynku

W 2007 r. operacje otwartego rynku były podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymywanie krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie spójnym z realizacją ustalonego przez RPP celu inflacyjnego. W ramach tego rodzaju operacji NBP mógł stosować operacje podstawowe, dostrajające oraz strukturalne.

Operacje podstawowe były przeprowadzane w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Stosowano je, podobnie jak w roku poprzednim, w sposób regularny (raz w tygodniu).

### Wykres 4

Średnie w miesiącu saldo podstawowych operacji otwartego rynku w latach 1995-2007



Źródło: Dane NBP.

Od 1 stycznia 2006 r. dostęp do operacji podstawowych mają wszystkie banki uczestniczące w systemie SORBNET, posiadające jednocześnie rachunek w Rejestrze Papierów Wartościowych prowadzonym w NBP oraz aplikację ELBON.

<sup>5</sup> POLONIA (ang. *Polish Overnight Index Average*) - średnia stawka *overnight* ważona wielkością transakcji na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. NBP publikuje wysokość tej stawki na stronie serwisu informacyjnego Reuters (NBPS) każdego dnia o godzinie 17.00.

W 2007 r. Narodowy Bank Polski, poza podstawowymi operacjami otwartego rynku, miał również możliwość przeprowadzania operacji dostrajających. Operacje te mogły mieć charakter zarówno operacji absorbujących, jak i zasilających. Dostęp do nich posiadało 13 banków najbardziej aktywnych na rynku pieniężnym i walutowym, z którymi Narodowy Bank Polski podpisał umowy w sprawie pełnienia funkcji Dealera Rynku Pieniężnego. Operacje te mogły zostać podjęte w celu łagodzenia wpływu nieoczekiwanych zmian w poziomie płynności sektora bankowego na wysokość krótkoterminowych stóp procentowych. W 2007 r. nie wystąpiły przesłanki do przeprowadzenia tego typu operacji.

W 2007 r. utrzymywała się nadpłynność sektora bankowego, a prognozy na kolejne lata przewidywały jej zmniejszenie. Sytuacja taka powodowała, że nie zaistniała również konieczność zmiany długoterminowej struktury płynności sektora bankowego.

### **Rezerwa obowiązkowa**

W 2007 r. obowiązkowi utrzymywania rezerwy obowiązkowej na rachunkach w NBP podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych i oddziały banków zagranicznych działających w Polsce. Rezerwa obowiązkowa była utrzymywana w systemie uśrednionym. Banki były zobowiązane do utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP w okresie utrzymywania rezerw na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej.

Podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej stanowiły zwrotne środki pieniężne gromadzone na rachunkach bankowych oraz uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych. Z podstawy naliczania rezerwy wyłączone były środki przyjęte od innego banku krajowego, pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata oraz gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-kredytowych w kasach mieszkaniowych i indywidualnych kontach emerytalnych. Rezerwa obowiązkowa była naliczana i utrzymywana w złotych.

W 2007 r. stopy rezerwy nie zostały zmienione i wynosiły: 3,5% od wszystkich zobowiązań, z wyjątkiem środków pozyskanych ze sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu, od których stopa rezerwy wynosiła 0%. Wartość naliczonej rezerwy banki pomniejszyły o równowartość 500 tys. euro.

Środki rezerwy obowiązkowej były oprocentowane. Od maja 2004 r. obowiązuje oprocentowanie, ustalone przez Radę Polityki Pieniężnej, na poziomie 0,9 stopy redyskonta weksli. Począwszy od 2007 r. banki otrzymują całość oprocentowania.<sup>6</sup>

Poziom rezerwy obowiązkowej na dzień 31 grudnia 2007 r. wyniósł 16 966 mln zł i w porównaniu do stanu na 31 grudnia 2006 r. wzrósł o 2 996 mln zł (21,4%). Na wzrost

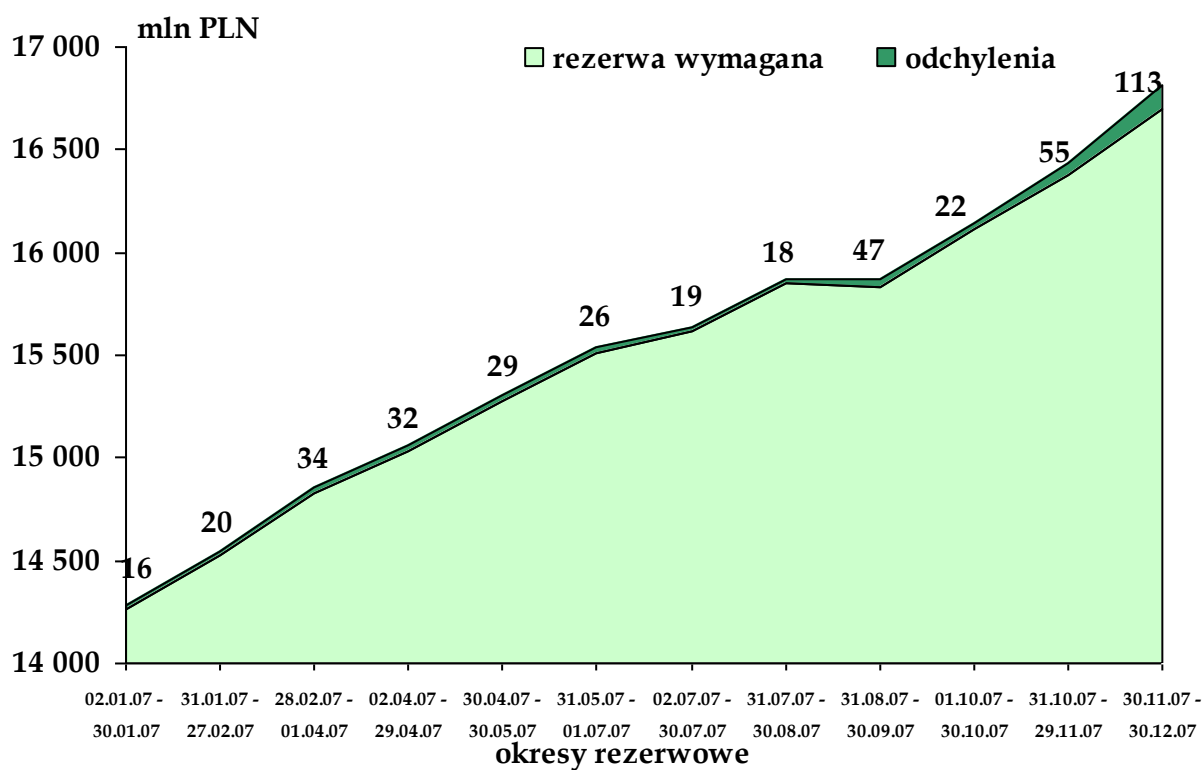
---

<sup>6</sup> W latach 2004-2006 NBP zobowiązany był przekazywać odpowiednio 80%, 60% i 50% środków z tytułu oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej na rzecz Funduszu Poręczeń Unijnych.

wielkości rezerwy obowiązkowej największy wpływ miał przyrost o 20,3% depozytów stanowiących podstawę jej naliczania, objętych dodatnią stopą rezerwy.

**Wykres 5**

**Zmiany w poziomie rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2007r.**



Źródło: Dane NBP.

We wszystkich okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej na rachunkach banków utrzymywała się nadwyżka średniego stanu środków w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej, która przeciętnie wyniosła 36 mln zł (tj. 0,23%). Niewielkie różnice pomiędzy rezerwą wymaganą, a utrzymywaną na rachunkach w NBP w poszczególnych okresach (z wyjątkiem grudnia) były efektem:

- prawidłowego zarządzania aktywami w bankach,
- korzystania przez banki z instrumentów ułatwiających zarządzanie środkami na rachunkach w NBP (kredyt techniczny, depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy), a także
- obowiązującej od maja 2004 r. zasady oprocentowania środków rezerwy wyłącznie do wysokości rezerwy wymaganej.

W grudniu nadwyżka średniego stanu środków w stosunku do poziomu rezerwy wymaganej wyniosła 113 mln zł (0,68%). Większa różnica, w porównaniu z poprzednimi miesiącami, była wynikiem ostrożnego zarządzania bieżącą płynnością przez banki w końcu roku, przy występujących jednocześnie zaburzeniach płynnościowych na rynkach światowych.

## **Operacje depozytowo-kredytowe**

Operacje depozytowo-kredytowe dokonywane z bankiem centralnym miały na celu lokowanie przez banki nadwyżek wolnych środków na okresy jednodniowe w NBP bądź krótkoterminowe uzupełnienie płynności sektora bankowego. Operacje te, przeprowadzane z inicjatywy banków komercyjnych, zapobiegały nadmiernym wahaniom stóp na rynku międzybankowym. Do operacji depozytowo-kredytowych zalicza się depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy.

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

W 2007 r. banki złożyły lokaty terminowe w NBP ogółem w kwocie 195,3 mld zł i były one 3,5-krotnie wyższe w stosunku do depozytów złożonych w roku poprzednim. Średni w okresie od 1 stycznia do 31 grudnia 2007 r. dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 535,1 mln zł, w stosunku do 149,9 mln zł w 2006 r. Szczególnie wysokie wykorzystanie operacji depozytowych wystąpiło w grudniu – średnio 2.964,0 mln zł. Spowodowane to było chęcią banków do utrzymywania większej ilości środków na przełomie roku.

Łączna wysokość depozytu na koniec dnia składanego przez banki wahała się od 0,1 mln zł do 11,8 mld zł. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

W 2007 r. banki korzystały z kredytu lombardowego pod zastaw skarbowych papierów wartościowych uzupełniając bieżącą płynność w terminach kończących okresy utrzymywania rezerw obowiązkowych na rachunkach bieżących w NBP. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 11,4 mld zł wobec 15,5 mld zł w 2006 r., natomiast średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 31,3 mln zł w stosunku do 42,6 mln zł w 2006 r.

## **Pozostałe operacje**

Kredyt techniczny jako instrument ułatwiający bankom zarządzanie płynnością w ciągu dnia operacyjnego, zapewnia jednocześnie płynność rozrachunku międzybankowego w NBP. Jest to kredyt nieoprocentowany, zabezpieczany skarbowymi papierami wartościowymi, zaciągany i spłacany w tym samym dniu operacyjnym. W 2007 r. dzienne zasilenie banków płynnością operacyjną kształtowało się w granicach od 10,4 mld zł do 18,7 mld zł. Wykorzystanie kredytu technicznego wzrosło o 15,2% w stosunku do 2006 r.



Kredyt śróddzienny w euro pełni rolę instrumentu zapewniającego płynność rozrachunku w systemie SORBNET – EURO. Zabezpieczany obligacjami skarbowymi uprzednio zaakceptowanymi przez EBC, podlega spłacie w ciągu dnia operacyjnego. W 2007 r. codzienne zasilanie banków płynnością operacyjną w euro wahało się w granicach od 0,5 mln euro do 2,4 mln euro. Wykorzystanie kredytu śróddziennego w euro w 2007 r. wzrosło o 7,1% w stosunku do 2006 r.

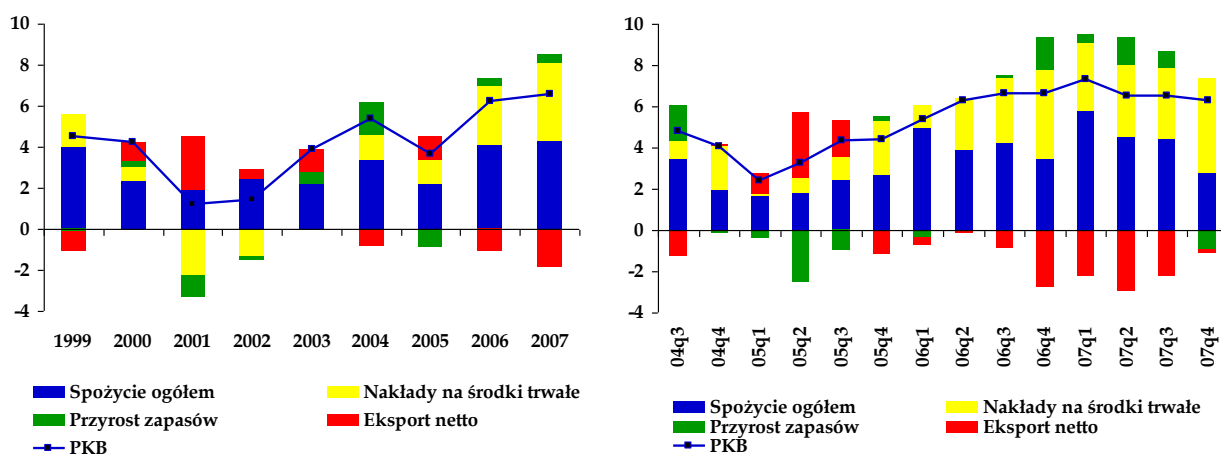
## Załącznik nr 1. PKB i popyt finalny

PKB wzrósł w 2007 r. o 6,6% (wobec 6,2% w 2006 r.), co było najwyższym tempem wzrostu w ciągu ostatnich 10 lat. Dynamika popytu krajowego wyniosła 8,3% r/r (wobec 7,3% w 2006 r.). Na istotny wzrost popytu krajowego złożyły się przede wszystkim wysoka dynamika spożycia indywidualnego (5,2% r/r wobec 4,9% r/r w 2006 r.) i nakładów brutto na środki trwałe (19,3% r/r wobec 15,6% r/r w 2006 r.). Na poziomie z roku poprzedniego utrzymały się dynamika spożycia publicznego (5,8% r/r) oraz kontrybucja zapasów do wzrostu (0,4 pkt proc.). Eksport rósł wolniej niż import, przez co, podobnie jak w poprzednim roku, eksport netto działał w kierunku obniżenia tempa wzrostu PKB.

Wartość dodana brutto<sup>7</sup> wzrosła w 2007 r. o 6,7% r/r (wobec 6,0% r/r rok wcześniej). Wysoki wzrost wartości dodanej brutto w 2007 r. był przede wszystkim efektem ożywienia w usługach rynkowych i w przemyśle (wkłady do wzrostu wartości dodanej ogółem wyniosły odpowiednio 3,4 pkt. proc. oraz 1,9 pkt. proc.). Wyższą niż rok wcześniej dynamikę wartości dodanej odnotowano także w budownictwie (15,6% r/r wobec 12,5% r/r rok wcześniej). Do wzrostu wartości dodanej w budownictwie przyczyniły się m.in. wysokie nakłady w budownictwie mieszkaniowym oraz inwestycje związane z napływem środków z funduszy strukturalnych UE.

Wykres 6

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

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

Tabela 2

## PKB i popyt krajowy w latach 2000 – 2007

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	Dynamika							
PKB (%)	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,6
Popyt krajowy (%)	3,1	-1,3	0,9	2,7	6,0	2,4	7,3	8,3
Spożycie (%)	2,9	2,3	3,0	2,6	4,0	2,7	5,1	5,3
Spożycie indywidualne (%)	3,0	2,3	3,4	2,0	4,4	2,0	4,9	5,2
Akumulacja (%)	3,9	-13,4	-7,2	3,3	14,7	1,4	16,8	19,7
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	2,7	-9,7	-6,3	-0,1	6,4	6,5	15,6	19,3
Eksport (%)	23,2	3,1	4,8	14,2	14,0	8,0	14,6	8,4
Import (%)	15,6	-5,3	2,6	9,3	15,2	4,7	17,4	12,4
Udział eksportu netto we wzroście PKB (pkt. proc.)	0,9	2,6	0,5	1,1	-0,8	1,1	-1,1	-1,8
	Struktura PKB w cenach bieżących (PKB=100)							
Popyt krajowy	106,4	103,7	103,4	102,6	102,0	100,3	101,4	102,3
Spożycie	81,6	82,9	84,8	83,8	81,9	81,1	80,3	78,6
Akumulacja	24,8	20,8	18,6	18,7	20,1	19,3	21,1	23,7
Eksport netto	-6,4	-3,7	-3,4	-2,6	-2,0	-0,3	-1,4	-2,3

Źródło: Dane GUS.

Wzrost spożycia indywidualnego w 2007 r. był nieznacznie wyższy niż w 2006 r. i wynikał głównie ze wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (o ok. 8,7% r/r). Poprawa sytuacji na rynku pracy przyczyniła się do wzrostu dochodów z pracy najemnej w 2007 r. o ok. 16% (w cenach bieżących, dane o dochodach według szacunków NBP). Wolniej niż w 2006 r. rosły natomiast transfery z tytułu rent i emerytur (5,5% r/r wobec 7,5% r/r w 2006 r.).

Na wyższy niż rok wcześniej wzrost nakładów inwestycyjnych wpłynęła bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz ich korzystne oceny przewidywanego popytu oraz perspektyw rozwoju. Dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw sprzyjała większej dostępności kredytów dla tych podmiotów.

Dynamika obrotów w handlu zagranicznym w 2007 r. była wyraźnie niższa niż w roku poprzednim, utrzymując się jednak, podobnie jak w 2006 r. powyżej dynamiki PKB. Wolumen eksportu wzrósł w 2007 r. o 8,4%, a importu o 12,4% (patrz Tabela 2). W 2007 r. wkład eksportu netto do wzrostu wyniósł -1,8 pkt. proc.

## Załącznik nr 2. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W 2007 r. średnioroczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyniósł 2,5%, a więc ukształtował się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. W poszczególnych miesiącach 2007 r. roczne wskaźniki inflacji wykazywały tendencję rosnącą - od 1,6% w styczniu do 4,0% w grudniu 2007 r. (przy przejściowym obniżeniu wskaźnika w sierpniu 2007 r. do 1,5% r/r<sup>8</sup>). Na wzrost inflacji w ciągu 2007 r. złożył się przede wszystkim wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen kontrolowanych.

Wskaźnik **cen żywności i napojów bezalkoholowych** wzrósł z 2,8% r/r w styczniu do 7,9% r/r w grudniu 2007 r. Średnioroczny wzrost tych cen w 2007r. był znacznie wyższy niż rok wcześniej (4,9% wobec 0,6% w 2006 r.). Do wysokiej dynamiki tych cen przyczynił się przede wszystkim znaczący wzrost cen żywności nieprzetworzonej<sup>9</sup>. Czynnikiem, które przyczyniały się do wzrostu cen żywności w 2007 r., były przede wszystkim: przyspieszenie wzrostu popytu na surowce rolne i towary spożywcze ze strony krajów rozwijających się przy postępujących zmianach struktury popytu globalnego, niekorzystne warunki pogodowe ograniczające produkcję rolną w wielu regionach na świecie oraz rozwój rynku biopaliw wspierany przez rządy krajów rozwiniętych.

Wskaźnik **cen kontrolowanych**<sup>10</sup> wzrósł z 1,7% r/r w styczniu do 4,8% r/r w grudniu w 2007 r. Największy wpływ na wzrost rocznej dynamiki cen kontrolowanych miał wzrost dynamiki cen paliw oraz wyrobów tytoniowych.

W okresie styczeń - sierpień 2007 r. roczne tempo zmian cen kontrolowanych utrzymywało się na dość niskim poziomie. Pod koniec roku dynamika cen w tej grupie zaczęła jednak rosnąć. Przyczyniły się do tego podwyżki stawek podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe wprowadzone na początku roku. Na wzrost tempa zmian w grupie cen

---

<sup>8</sup> Przejściowe obniżenie się rocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych do poziomu 1,5% oraz inflacji netto do poziomu 1,2% w sierpniu 2007 r. wynikało przede wszystkim z promocyjnej obniżki cen usług internetowych u jednego z operatorów oraz z obniżenia się rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych na skutek ustąpienia statystycznego efektu bazy.

<sup>9</sup> W grupie tej wysoka dynamika obserwowana była w przypadku cen warzyw i owoców. W I połowie roku był to skutek suszy w lecie 2006 r., zaś w II połowie 2007 r. – efekt wiosennych przymrozków, które znacząco ograniczyły podaż owoców krajowych.

<sup>10</sup> Do cen kontrolowanych zaliczane są te towary i usługi, których ceny kształtują się nie w pełni pod wpływem czynników rynkowych. W grupie tej znajdują się towary, których cena detaliczna w znacznym stopniu składa się z podatku akcyzowego (paliwa, napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe) oraz towary i usługi, na których ceny istotny wpływ wywierają instytucje rządowe i samorządowe (usługi administracji publicznej, niektóre usługi transportowe) oraz regulatorzy rynku (energia elektryczna, gaz, łączność).

kontrolowanych złożył się także znaczny wzrost dynamiki cen paliw, związany z istotnym wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych w 2007 r.

Wskaźnik cen „pozostałych” towarów i usług konsumpcyjnych, tj. inflacji po wyłączeniu cen żywności i cen kontrolowanych, pozostawał w 2007 r. na stosunkowo niskim poziomie. Tempo wzrostu tych cen wykazywało jednak tendencję rosnącą, zaburzoną przez przejściowe obniżenie dynamiki w III kw. 2007 r. W kierunku wzrostu dynamiki cen „pozostałych” oddziaływał przede wszystkim wzrost dynamiki cen usług w I poł. 2007 r. Wzrost ten został wyhamowany przejściowo w III kw. 2007 r. wskutek obniżenia dynamiki cen usług internetowych<sup>11</sup>. W okresie styczeń-październik 2007 r. w kierunku obniżenia rocznej dynamiki wzrostu cen „pozostałych” towarów i usług oddziaływały spadki cen towarów nieżywnościowych. Na obniżenie cen w tej grupie towarów złożyły się przede wszystkim utrzymujące się spadki cen odzieży i obuwia, oraz sprzętu elektronicznego, czyli towarów w znacznej części importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Jednocześnie, spadek cen towarów nieżywnościowych był ograniczany przez wzrost cen materiałów do konserwacji mieszkania oraz cen opału.

---

<sup>11</sup> W lipcu 2007 r. ustąpił efekt bazy związany z podwyżką cen, która nastąpiła przed rokiem. Z kolei w sierpniu 2007 r. nastąpił znaczący spadek cen usług internetowych.

Tabela 3

Zmiany głównych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych w latach 2006 – 2007 (% r/r)

	CPI	Żywność i napoje bezalkoholowe	Ceny kontrolowane	w tym: paliwa	Pozostałe towary i usługi	w tym: towary nieżywnościowe	usługi
<b>Struktura wag koszyka CPI w %</b>							
<b>2006</b>	<b>100,00</b>	<b>27,2</b>	<b>27,5</b>	<b>3,9</b>	<b>45,3</b>	<b>26,7</b>	<b>18,6</b>
<b>2007</b>	<b>100,00</b>	<b>26,2</b>	<b>27,4</b>	<b>4,0</b>	<b>46,4</b>	<b>27,4</b>	<b>19,0</b>
<b>Zmiana do analogicznego okresu roku poprzedniego w %</b>							
<b>2006 I</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,6</b>	<b>6,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,4</b>
<b>II</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,4</b>
<b>III</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,8</b>
<b>IV</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,9</b>
<b>V</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,8</b>
<b>VI</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,0</b>
<b>VII</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,5</b>
<b>VIII</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,7</b>
<b>IX</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,5</b>
<b>X</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-6,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,4</b>
<b>XI</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>-7,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,5</b>
<b>XII</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>-6,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,6</b>
<b>2007 I</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>4,0</b>
<b>II</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>4,1</b>
<b>III</b>	<b>2,5</b>	<b>4,3</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,3</b>
<b>IV</b>	<b>2,3</b>	<b>4,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>4,4</b>
<b>V</b>	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>4,6</b>
<b>VI</b>	<b>2,6</b>	<b>4,4</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,8</b>
<b>VII</b>	<b>2,3</b>	<b>4,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,9</b>
<b>VIII</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,6</b>
<b>IX</b>	<b>2,3</b>	<b>5,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,8</b>
<b>X</b>	<b>3,0</b>	<b>6,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>
<b>XI</b>	<b>3,6</b>	<b>7,6</b>	<b>4,0</b>	<b>13,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>2,3</b>
<b>XII</b>	<b>4,0</b>	<b>7,9</b>	<b>4,8</b>	<b>18,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>
<b>I-XII 2006 r.</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3,3</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,0</b>
<b>I-XII 2007 r.</b>	<b>2,5</b>	<b>4,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,3</b>

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

### Załącznik nr 3. Bilans płatniczy

W 2007 r. deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego wyniósł 11,5 mld EUR (wobec 7,3 mld EUR w 2006 r.). Relacja deficytu obrotów bieżących do PKB wzrosła z 2,7% w 2006 r. do 3,7% w 2007 r. Na pogorszenie salda obrotów bieżących złożyło się pogłębienie deficytu w obrotach towarowych i dochodach. Podobnie jak w 2006 r., w kierunku zmniejszenia deficytu bilansu obrotów bieżących oddziaływał wzrost nadwyżki transferów bieżących oraz usług.

Na zmiany dynamiki polskiego handlu zagranicznego w 2007 r. wpływał z jednej strony utrzymujący się wysoki wzrost popytu w polskiej gospodarce, z drugiej natomiast pewne osłabienie popytu głównych partnerów handlowych. Wartość eksportu wzrosła w 2007 r. o 15,0% r/r (wobec 23,1% r/r w roku poprzednim), a importu o 17,8% (wobec odpowiednio 24,2%)<sup>12</sup>. Nieco większe obniżenie się dynamiki eksportu niż importu przy utrzymującym się ujemnym saldzie wymiany towarowej sprawiło, że nastąpiło dalsze pogłębienie się ujemnego salda w polskim handlu zagranicznym (do 17,6 mld EUR wobec 12,9 mld EUR w 2006 r. według danych GUS). Utrzymanie się na relatywnie wysokim poziomie wzrostu wartości importu wynikało głównie z wysokiej dynamiki wolumenu, podczas gdy wzrost cen importowych był najniższy od 2004 r., czemu sprzyjała aprecjacja złotego. Wyższą dynamiką w porównaniu z 2006 r. charakteryzował się popyt inwestycyjny i konsumpcyjny (zwłaszcza na dobra trwałego użytku), natomiast nieco wolniej rósł popyt ze strony sektora eksportowego (co odzwierciedla obniżenie się dynamiki przywozu towarów zaopatrzeniowych). Z kolei na obniżenie dynamiki eksportu wpłynął dwukrotnie wolniejszy w porównaniu z 2006 r. wzrost wolumenu. Na wysokim poziomie utrzymała się natomiast dynamika cen eksportu. Wyższy wzrost cen transakcyjnych<sup>13</sup> w eksporcie wobec cen w imporcie przyczynił się do poprawy *terms of trade* w polskim handlu zagranicznym<sup>14</sup>.

Analiza zmian salda handlu zagranicznego według najważniejszych partnerów handlowych Polski wskazuje, że na pogłębienie się deficytu w 2007 r. złożyło się zarówno obniżenie się dodatniego salda w handlu z krajami Unii Europejskiej, jak i dalsze pogłębienie się ujemnego salda w handlu z krajami trzecimi. Do obniżenia się nadwyżki w handlu z Unią Europejską przyczynił się przede wszystkim wzrost deficytu w wymianie ze strefą euro (głównie z Niemcami). Jednocześnie nastąpił wzrost nadwyżki w obrotach z nowymi krajami

<sup>12</sup> W 2007 r. wolumen eksportu wzrósł o 8,9% r/r (wobec wzrostu o 16,1% r/r w 2006 r.), natomiast wolumen importu zwiększył o 13,8% r/r (wobec odpowiednio 16,8%).

<sup>13</sup> Ceny transakcyjne importu wyrażone w EUR wzrosły w 2007 r. o 3,6% r/r (wobec 6,3% r/r w 2006 r.), podczas gdy ceny eksportu o 5,6% r/r (wobec 6,0% r/r).

<sup>14</sup> W 2007 r. wskaźnik *terms of trade* wyniósł 102,1 wobec 99,7 w roku poprzednim.

członkowskimi UE. Największa nierównowaga charakteryzuje wymianę z krajami nie należącymi do UE, a zwłaszcza z krajami rozwijającymi się - głównie z Chinami<sup>15</sup>.

W 2007 r. nominalny kurs złotego nadal umacniał się – średnioroczny kurs złotego był silniejszy wobec euro o 2,9%, natomiast wobec dolara amerykańskiego o 10,8%. W 2007 r. średnioroczny realny efektywny kurs złotego deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym<sup>16</sup> umocnił się w mniejszym stopniu niż kurs nominalny, tj. o 2,6% wobec odpowiednio 5,3% dla nominalnego efektywnego kursu złotego. Realna aprecjacja efektywnego kursu złotego deflowanego indeksem cen konsumpcyjnych wyniosła w 2007 r. 5,8%<sup>17</sup>.

W 2007 r. główne wskaźniki finansowe obrazujące zewnętrzną równowagę polskiej gospodarki utrzymały się na bezpiecznym poziomie. Deficyt obrotów bieżących został w 90% sfinansowany napływem kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich. Rosnące wykorzystanie funduszy unijnych klasyfikowanych na rachunku kapitałowym zmniejsza tempo pogarszania się relacji salda obrotów bieżących i kapitałowych do PKB.

#### Wybrane wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	2004	2005	2006	2007
Saldo obrotów bieżących/PKB	-4,0	-1,2%	-2,7%	-3,7%
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,5	-0,9%	-2,1%	-2,5%
Saldo płatności towarowych/PKB	-2,2%	-0,9%	-2,0%	-3,7%
Inwestycje bezpośrednie/saldo obrotów bieżących	119,2%	184,9%	110,7%	90,8%
(Saldo obrotów bieżących+kapitałowych+inwestycje bezpośrednie)/PKB	1,2%	1,4%	0,9%	0,9%
Obsługa zadłużenia zagranicznego/eksport towarów i usług	35,4%	32,3%	29,7%	33,9%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu towarów i usług	4,0	4,7	3,9	4,0

Źródło: Obliczenia NBP.

<sup>15</sup> W 2007 r. deficyt w handlu z Chinami zwiększył się do 7,8 mld EUR (o 2,2 mld EUR w porównaniu z 2006 r.). Miała w tym udział zwłaszcza wysoka (znacznie wyższa niż importu ogółem) dynamika przywozu z tego kraju. W 2007 r. wartość importu z Chin zwiększyła się o 38,0%, co wpłynęło na to, że stały się one trzecim (pod względem wartości) dostawcą towarów na rynek Polski (w 2007 r. przypadało na nie 7,2% polskiego importu)

<sup>16</sup> Miarą odpowiednią do oceny zmian konkurencyjności producentów na rynkach międzynarodowych jest wskaźnik odzwierciedlający koszty produkcji. Ponadto, większość wymiany handlowej dotyczy jak dotąd produktów przemysłu przetwórczego. Dlatego odpowiednim wskaźnikiem konkurencyjności producentów na rynku międzynarodowym jest realny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle przetwórczym. W obliczeniach wykorzystano dane szacunkowe za IV kw. 2007r.

<sup>17</sup> Zmiana obliczona w stosunku do średniorocznego kursu w 2006 r. W przypadku efektywnego kursu deflowanego jednostkowymi kosztami pracy obliczenia zostały dokonane na podstawie danych kwartalnych, w pozostałych przypadkach – na podstawie danych miesięcznych.



## Załącznik nr 4. Pieniądz i kredyt

Poprawa nastroju konsumentów, związana z poprawą sytuacji na rynku pracy, była w 2007 r. główną determinantą utrzymującego się od 2005 r. ożywienia na rynku kredytów dla gospodarstw domowych. Pozytywna ocena przyszłej sytuacji dochodowej ludności przełożyła się na wzrost popytu na kredyty bankowe, zarówno na finansowanie wydatków mieszkaniowych, jak też zakupów dóbr trwałego użytku.

W 2007 r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie dynamiki zadłużenia przedsiębiorstw w sektorze bankowym. Dobra ocena bieżącej sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw oraz korzystne prognozy popytu sprzyjały podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Silnym bodźcem do podejmowania działalności inwestycyjnej przez przedsiębiorstwa był również rekordowo wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych przedsiębiorstw.

Przez pierwsze trzy kwartały 2007 r. utrzymywała się zapoczątkowana w 2005 r. tendencja realokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych w kierunku pozabankowych form oszczędzania. Było to spowodowane przede wszystkim niską dochodowością środków lokowanych na rachunkach bankowych<sup>18</sup> w porównaniu z innymi formami inwestycji o umiarkowanym stopniu ryzyka – głównie z jednostkami udziałowymi w funduszach stabilnego wzrostu i w funduszach zrównoważonych. W IV kwartale 2007 r. struktura aktywów finansowych ludności uległa gwałtownej zmianie. Wskutek znacznych spadków indeksów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz dzięki rosnącemu oprocentowaniu, depozyty bankowe stały się alternatywą dla niebankowych form oszczędzania.

W 2007 r. wystąpiło stopniowe wyhamowanie dynamiki podaży pieniądza, mierzonej agregatem M3. Najszybciej rosły najbardziej płynne komponenty pieniądza, wchodzące w skład agregatu M1 (pieniądz gotówkowy w obiegu i depozyty bieżące).

### Kredyty dla gospodarstw domowych

Nominalna wartość zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w bankach wzrosła w 2007 r. o 70,3 mld zł do 253,2 mld zł, podczas gdy w 2006 r. wzrost zadłużenia z tego tytułu wyniósł 46,9 mld zł.

Najszybciej rosły *kredyty mieszkaniowe*. Średnioroczne tempo zmian tych kredytów w 2007 r. kształtowało się na poziomie bliskim 60%. Szybkiemu wzrostowi wartości kredytów

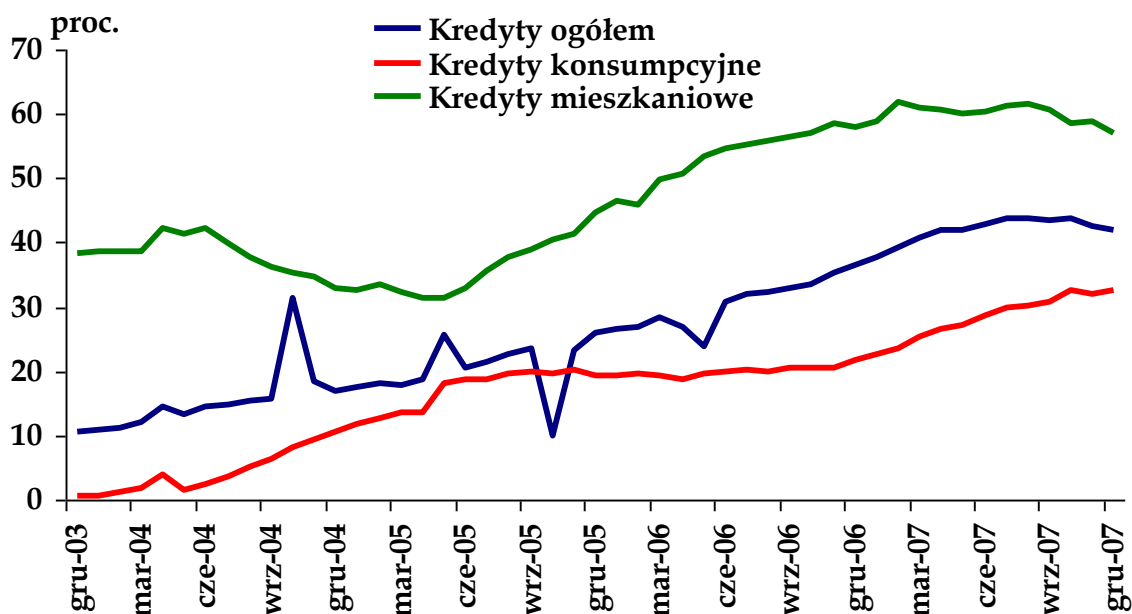
---

<sup>18</sup> W zestawieniu depozyty bankowe obejmują również lokaty gospodarstw domowych w spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych (SKOK).

mieszkańczych sprzyjała przede wszystkim poprawa sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, a także wysoki poziom konkurencji na rynku kredytów mieszkaniowych, stosowanie zabezpieczeń hipotecznych oraz wzrost cen nieruchomości.

Wykres 7

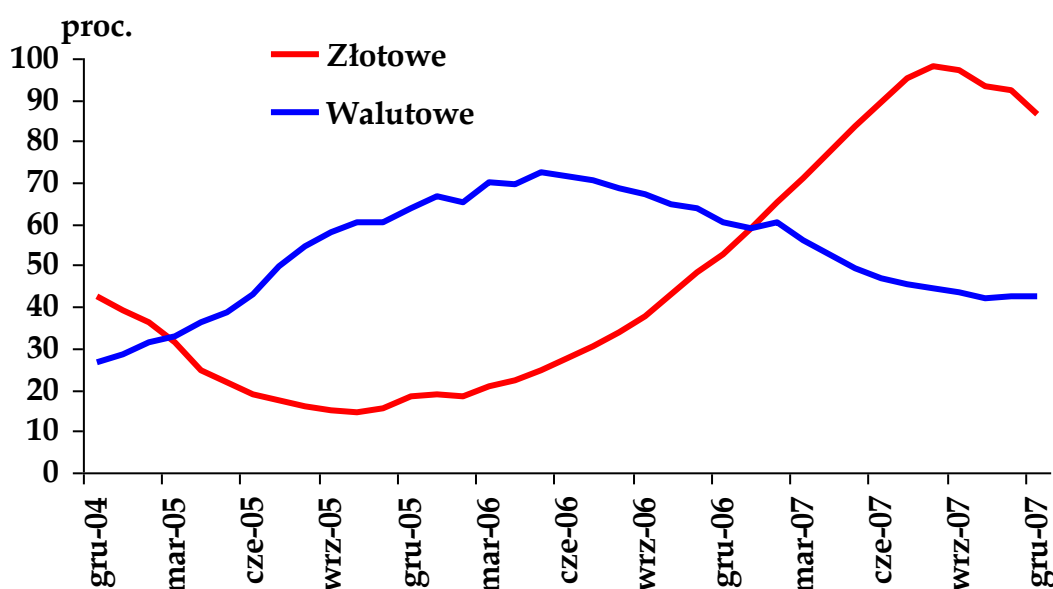
Roczne tempo zmian zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 8

Roczne tempo zmian kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

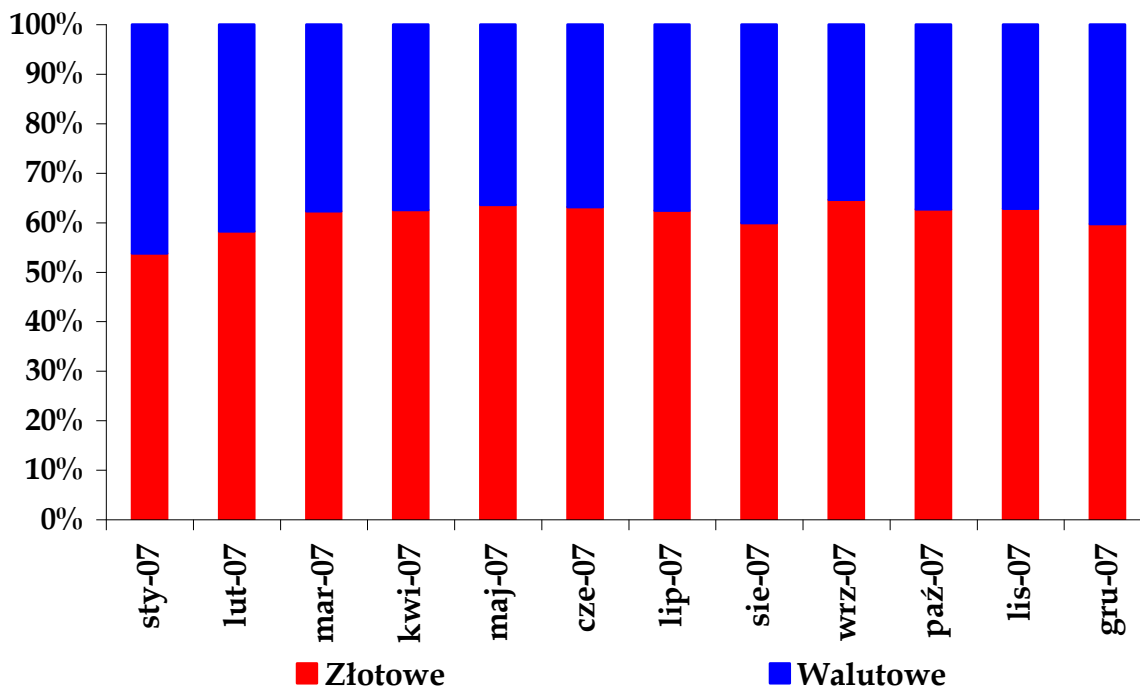
Od połowy 2006 r. nastąpiło widoczne przesunięcie preferencji gospodarstw domowych w kierunku kredytów złotych. Równocześnie stopniowo spadało tempo

przyrostu kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych, do czego przyczynił się m.in. wzrost oprocentowania najbardziej popularnych kredytów we frankach szwajcarskich w związku ze wzrostem stawek LIBOR CHF. Jednakże, zasadnicze znaczenie dla obniżenia popytu na kredyty walutowe miało wprowadzenie w życie z początkiem lipca 2006 r. *Rekomendacji S*<sup>19</sup>, mającej na celu ograniczenie dostępności kredytów walutowych. W ostatnim kwartale 2007 r. tempo wzrostu kredytów złotych obniżyło się znacząco, do czego przyczynił się wzrost ich oprocentowania oraz spadek cen transakcyjnych mieszkań zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. Prawdopodobnie część gospodarstw domowych wstrzymała swoje decyzje o zakupie mieszkania, oczekując dalszych spadków cen na rynku nieruchomości.

Udział kredytów denominowanych w złotych w kredytach mieszkaniowych zwiększył się z 36% w grudniu 2006 r. do 45% w grudniu 2007 r. We wszystkich miesiącach 2007 r. większość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych stanowiły kredyty złote, a ich udział w całości nowo zaciąganych zobowiązań z tego tytułu oscylował wokół poziomu 60%.

**Wykres 9**

**Nowe umowy dla kredytów mieszkaniowych – struktura walutowa**



Źródło: NBP – struktura sporządzona w oparciu o informacje pozyskiwane do sprawozdawczości stóp procentowych z próby wybranych 19 banków (20 banków od lipca 2007 r.), których udział w rynku kredytów dla sektora niefinansowego stanowi około 75%.

<sup>19</sup> *Rekomendacja S* - dokument przygotowany przez Komisję Nadzoru Bankowego, stanowi zbiór zasad dobrych praktyk dotyczących ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie.

W 2007 r. wyraźnie przyspieszył wzrost *kredytów konsumpcyjnych*<sup>20</sup>, osiągając na koniec roku poziom bliski 33% r/r.

W 2007 r. wartość udzielonych kredytów konsumpcyjnych zwiększyła się nominalnie o 24,9 mld zł, z tego kredyty w rachunku bieżącym wzrosły o 2,5 mld zł, kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych – o 3,1 mld zł oraz pozostałe kredyty<sup>21</sup> – o 19,3 mld zł. Istotnym czynnikiem umożliwiającym gospodarstwom domowym zwiększenie popytu na kredyty konsumpcyjne, przy znaczących obciążeniach związanych z obsługą zaciągniętych kredytów mieszkaniowych, było wydłużenie przez banki maksymalnego okresu kredytowania.

### **Kredyty dla przedsiębiorstw**

W 2007 r. nastąpiło wyraźne przyspieszenie dynamiki zadłużenia przedsiębiorstw w sektorze bankowym. Roczne tempo przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw wzrosło z 15% r/r w styczniu do ponad 25% r/r w grudniu 2007 r. Pod koniec 2007 r. roczne tempo wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw nieco wyhamowało wskutek rosnącego oprocentowania kredytów oraz wzrostu niepewności w ocenach przyszłej koniunktury, związanego z zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych oraz ich możliwym wpływem na gospodarkę krajową.

Największy popyt przedsiębiorstwa zgłaszały na *kredyty na nieruchomości*. Roczne tempo zmian tych kredytów przez większość miesięcy drugiej połowy 2007 r. przekraczało 60% r/r. Zdecydowanie wolniej rosły w tym czasie *kredyty inwestycyjne*. W grudniu 2007 r. roczne tempo wzrostu tych kredytów kształtowało się poniżej 10%.

Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu *kredytów operacyjnych i na rachunku bieżącym* wykazywało w 2007 r. wyraźny trend wzrostowy. Roczne tempo wzrostu tych kredytów w drugim półroczu 2007 r. wyraźnie przekraczało 20% r/r i było zbliżone do tempa zmian kredytów ogółem dla tego sektora.

Jak wskazują dane bilansu płatniczego, znaczącym uzupełnieniem krajowych źródeł finansowania przedsiębiorstw było *zadłużenie zagraniczne*<sup>22</sup>, które w 2007 r. wzrosło o 24,5 mld zł (10,9%) do 249,2 mld zł, głównie w wyniku przyrostu kredytów niehandlowych (o 17,3 mld zł, tj. o 11,8%). Wartość kredytów handlowych zwiększyła się w tym okresie

---

<sup>20</sup> Kategoria ta obejmuje kredyty w rachunku bieżącym, kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych oraz pozostałe kredyty i pożyczki.

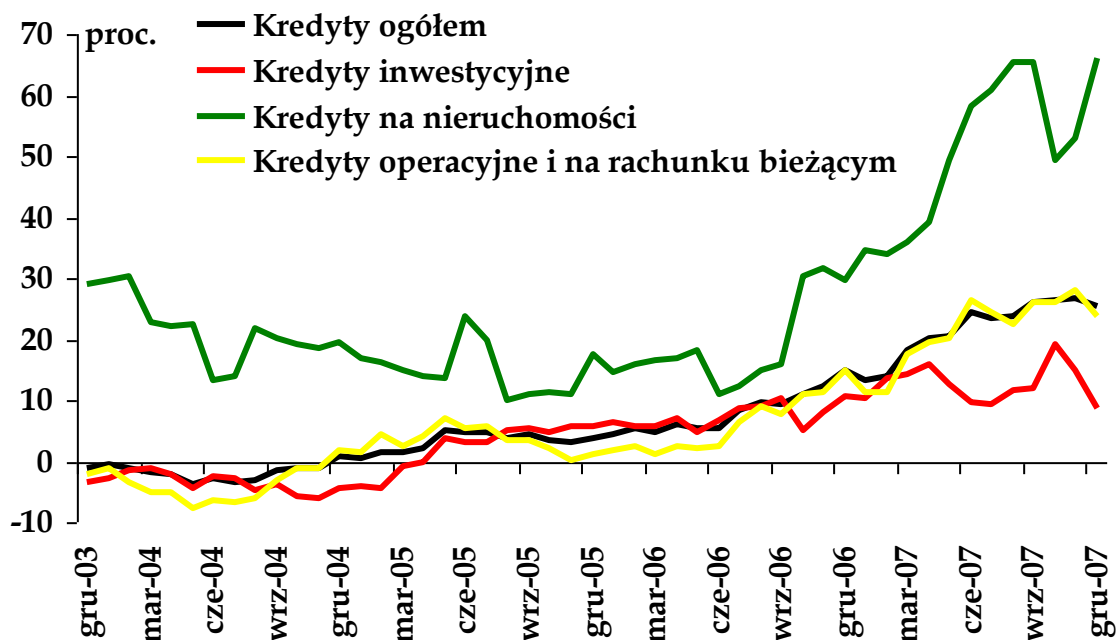
<sup>21</sup> Do ostatniej grupy kredytów, stanowiącej blisko 30% zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych oraz ok. 75% kredytów konsumpcyjnych, zalicza się kredyty samochodowe, gotówkowe, sezonowe, na zakupy w systemie sprzedaży ratalnej oraz kredyty i pożyczki na cele nieokreślone przez kredytobiorcę.

<sup>22</sup> Zmiany procentowe dla poszczególnych kategorii zadłużenia zagranicznego liczone od wartości nominalnych w PLN (bez uwzględnienia korekty wpływu zmian kursów walutowych).

o 6,4 mld zł (10,2%), a o 0,9 mld zł (8,4%) wzrosła wartość dłużnych papierów wartościowych w posiadaniu zagranicznych inwestorów portfelowych.

**Wykres 10**

**Roczne tempo zmian zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw**



Źródło: Dane NBP.

**Aktywa finansowe gospodarstw domowych**

W pierwszych trzech kwartałach 2007 r. utrzymywała się tendencja dalszej realokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych w kierunku pozabankowych form oszczędzania. Wzrostowi aktywów funduszy inwestycyjnych o blisko 34 mld zł w 2007 r. towarzyszył wzrost depozytów o 24,5 mld zł.

W IV kwartale 2007 r. struktura aktywów finansowych ludności uległa gwałtownej zmianie. Wartość depozytów wzrosła o rekordową kwotę ponad 16 mld zł. Równocześnie wartość akcji w portfelu gospodarstw domowych obniżyła się o 5,4 mld zł, a wartość aktywów funduszy inwestycyjnych spadła o 5,7 mld zł, do czego przyczynił się znaczny spadek indeksów na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W okresie tym depozyty bankowe stały się alternatywą dla niebankowych form oszczędzania, pozwalającą inwestorom przeczekać okres niepewności panujący na rynku kapitałowym. Nie bez znaczenia w tym przypadku było również stopniowo rosnące oprocentowanie lokat bankowych - średnie ważone oprocentowanie w największych bankach na koniec 2007 r. wyniosło 4,2% wobec 3,3% rok wcześniej.

## Aktywa finansowe gospodarstw domowych

Aktywa finansowe gospodarstw domowych - struktura

	STANY W MLD ZŁ					ZMIANY W MLD ZŁ		ZMIANY W %		STRUKTURA W %	
	XII 2006	III 2007	VI 2007	IX 2007	XII 2007	IV kw 2007	2007	IV kw 2007	2007	XII 2006	XII 2007
1. Depozyty (W bankach i SKOK-ach)	242,6	247,4	243,2	251,1	267,2	16,0	24,5	6,4	10,1	46,1	43,7
2. Akcje <sup>1, 10</sup>	52,3	57,9	70,3	66,7	61,4	-5,4	9,0	-8,0	17,2	9,9	10,0
3. Aktywa funduszy inwestycyjnych <sup>2</sup>	94,0	111,9	133,3	133,6	127,9	-5,7	33,9	-4,3	36,0	17,9	20,9
4. Zakład ubezpieczeń na życie <sup>3</sup>	53,0	57,6	61,6	62,1	63,9	1,8	10,9	2,9	20,5	10,1	10,4
5. Obligacje skarbowe <sup>4</sup>	12,1	11,6	11,0	10,7	10,4	-0,4	-1,7	-3,3	-13,9	2,3	1,7
6. Bony skarbowe <sup>5</sup>	0,8	0,7	0,5	0,4	0,3	-0,1	-0,5	-15,8	-60,1	0,2	0,1
7. Gotówka w obiegu (bez kas banków) <sup>6</sup>	68,8	70,2	73,4	75,8	77,2	1,4	8,4	1,9	12,3	13,1	12,6
8. Nieskarbowe papiery wartościowe <sup>7</sup>	2,7	2,9	2,8	3,3	3,5	0,1	0,8	4,3	29,1	0,5	0,6
OGÓŁEM (poz. 1 - 8)	526,3	560,1	596,3	603,8	611,7	7,9	85,3	1,3	16,2	100,0	100,0

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

Źródło: Dane NBP.

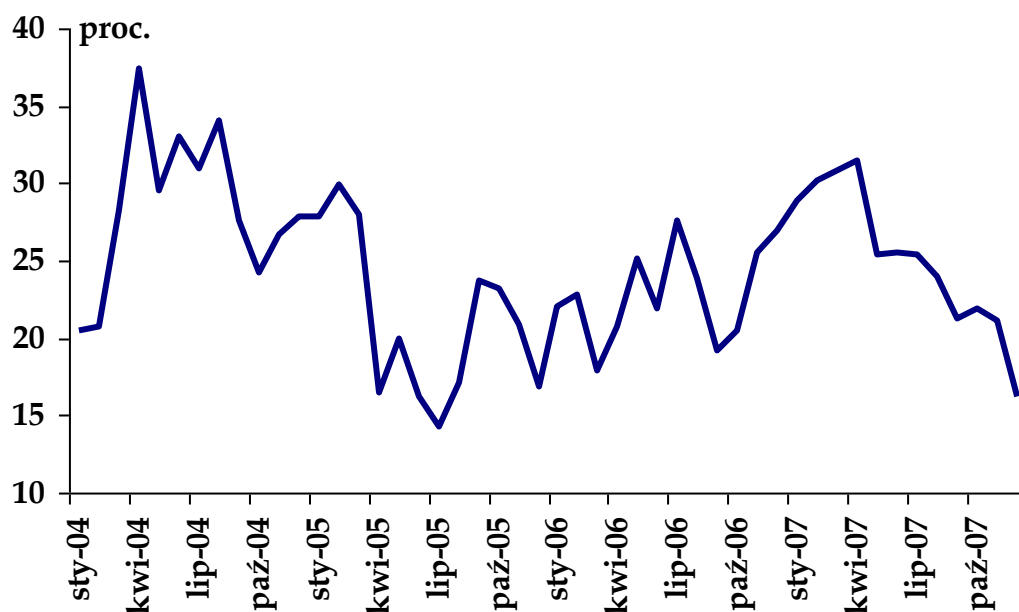
Lokaty bankowe nadal stanowią główną formę przechowywania oszczędności gospodarstw domowych, pomimo iż w 2007 r. ich udział w aktywach finansowych obniżył się o 2,4 pkt proc. do 43,7%. Równocześnie o 3 pkt proc. do 20,9% wzrosło znaczenie aktywów funduszy inwestycyjnych.

W 2007 r. wartość nominalna aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się o 85,3 mld zł. Blisko 40% przyrostu stanowiły aktywa funduszy inwestycyjnych. Znaczący udział w strukturze przyrostu miały również depozyty bankowe (28,7%), środki zgromadzone w zakładach ubezpieczeń na życie (12,7%), wartość akcji przedsiębiorstw giełdowych (10,6%) oraz gotówka (9,9%).

### Depozyty przedsiębiorstw

W 2007 r. nastąpiła znacząca poprawa wyników finansowych oraz podstawowych wskaźników ekonomicznych sektora przedsiębiorstw. Rosnące środki własne przedsiębiorstw stanowiły istotne źródło finansowania zarówno bieżącej działalności jak też przedsięwzięć prorozwojowych. Wyraźnie mniej środków finansowych zasililo natomiast konta bankowe. Roczne tempo zmian depozytów wykazywało tendencję rosnącą od połowy 2005 r. osiągając maksimum w kwietniu 2007 r. (31,4% r/r). Po tym okresie tempo przyrostów środków na rachunkach bankowych w szybkim tempie malało do poziom nieco powyżej 16% r/r na koniec 2007 r.

Roczne tempo zmian depozytów przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Przyrost nominalny depozytów przedsiębiorstw wyniósł w 2007 r. 17,8 mld zł wobec 25,9 mld zł rok wcześniej. Na koniec grudnia 2007 r. na kontach tego sektora znajdowało się ponad 144 mld zł, co wskazuje na znaczne możliwości podmiotów gospodarczych dalszego współfinansowania inwestycji ze środków własnych.

### Agregaty monetarne

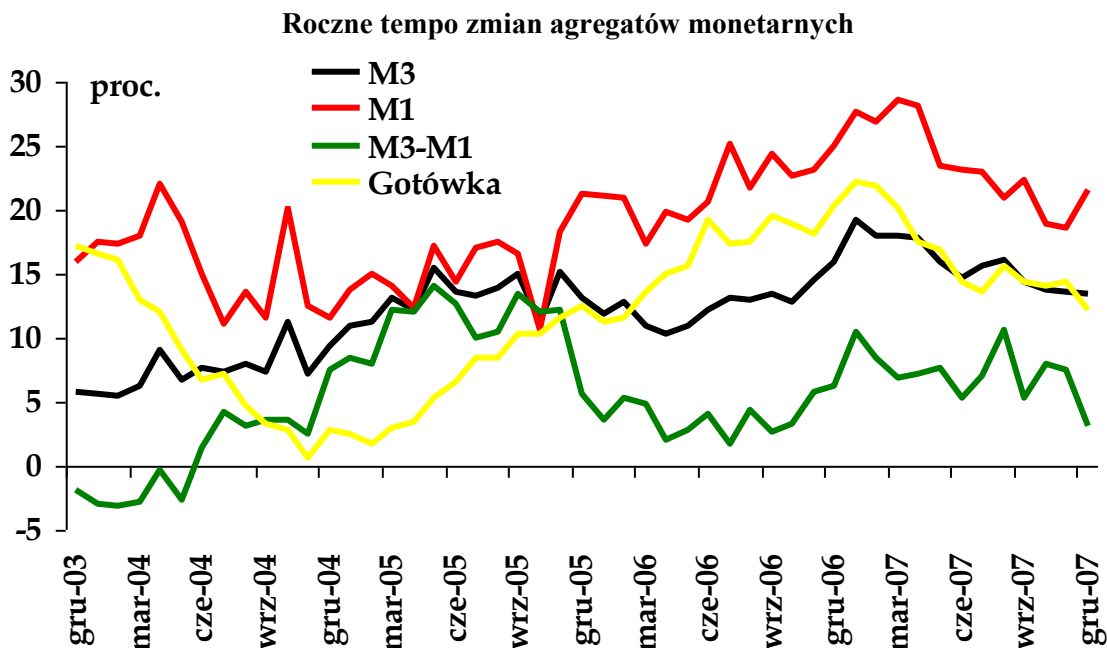
W 2007 r. wystąpiło stopniowe wyhamowanie dynamiki podaży pieniądza, mierzonej agregatem M3. W porównaniu z końcem 2006 r. tempo jego zmian obniżyło się w grudniu 2007 r. o 2,6 pkt proc. do 13,4% r/r.

Najszybciej rosły najbardziej płynne komponenty pieniądza, wchodzące w skład agregatu M1 (pieniądz gotówkowy w obiegu i depozyty bieżące). Roczne tempo zmian tej kategorii obniżyło się w okresie 2007 r. o 3,5 pkt proc. do 21,6%. Spadło także tempo wzrostu pozostałych mniej płynnych składników szerokiego pieniądza (M3-M1) – o 3,2 pkt proc. do 3,1% r/r.

Stosunkowo wysokie tempo zmian agregatu M1 w 2007 r., w tym szczególnie depozytów bieżących, przy jednocześnie umiarkowanym zainteresowaniu podmiotów sektora niefinansowego lokowaniem wolnych środków na kontach terminowych, spowodowało dalszy wzrost płynności pieniądza M3 (mierzonej udziałem gotówki i zobowiązań bieżących w pieniądzu M3) o 4 pkt proc. do poziomu 59,7% na koniec 2007 r.

Wśród komponentów wąskiego pieniądza M1, wyraźnie niższy niż rok wcześniej był przyrost nominalny pieniądza gotówkowego, który wyniósł 8,4 mld zł wobec 11,6 mld zł w 2006 r., co mogło być związane z coraz szerszym rozpowszechnianiem stosowania płatności bezgotówkowych. W konsekwencji tych zmian udział pieniądza gotówkowego w agregacie M1 obniżył się o 1,9 pkt proc. do rekordowo niskiego poziomu 23%.

Wykres 12



Źródło: Dane NBP.



## Załącznik nr 5. Projekcje inflacji NBP

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

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

Przedstawiana w rozdziale 4. *Raportu* projekcja sporządzana jest z wykorzystaniem ekonometrycznego modelu gospodarki polskiej ECMOD<sup>23</sup> przez zespół ekonomistów NBP. Każdorazowo horyzont projekcji obejmuje rok jej sporządzenia i dwa pełne lata po nim następujące. Projekcja jest sporządzana przy założeniu utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie.

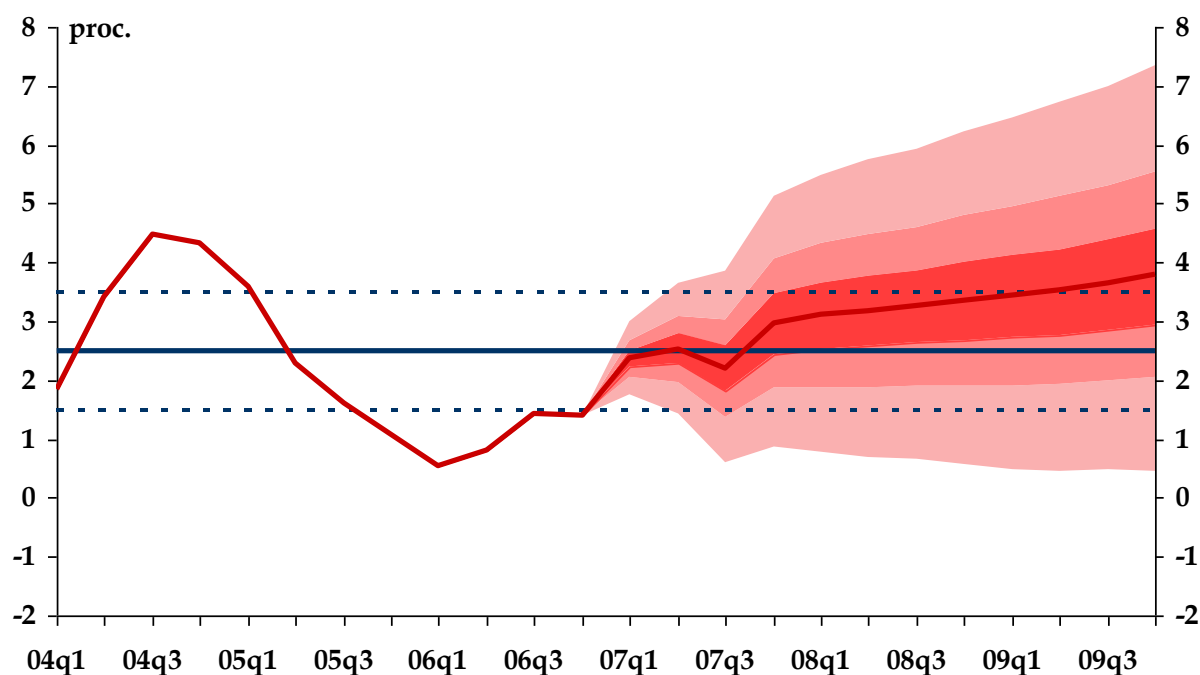
Poniżej zamieszczono wykresy wachlarzowe przedstawiające wyniki projekcji opublikowanych w 2007 r. Wykresy wachlarzowe obrazują główne źródła niepewności (np. niepewność związaną z kształtowaniem się cen żywności). Rodzaje niepewności nie uwzględnione na wykresie wachlarzowym są szczegółowo omawiane w opisie projekcji znajdującym się w *Raportach o inflacji*.

---

<sup>23</sup> Opis modelu opublikowano w: Fic T., Kolasa M., Kot A., Murawski K., Rubaszek M., Tarnicka M., *Model gospodarki polskiej ECMOD*, Materiały i Studia NBP, nr zeszytu 194, maj 2005. Skrócony opis najnowszej wersji modelu jest dostępny na stronie internetowej NBP pod adresem [http://www.nbp.pl/Publikacje/o\\_polityce\\_pienieznej/raport\\_o\\_inflacji/ecmod\\_kwiecien.pdf](http://www.nbp.pl/Publikacje/o_polityce_pienieznej/raport_o_inflacji/ecmod_kwiecien.pdf)

Wykres 13

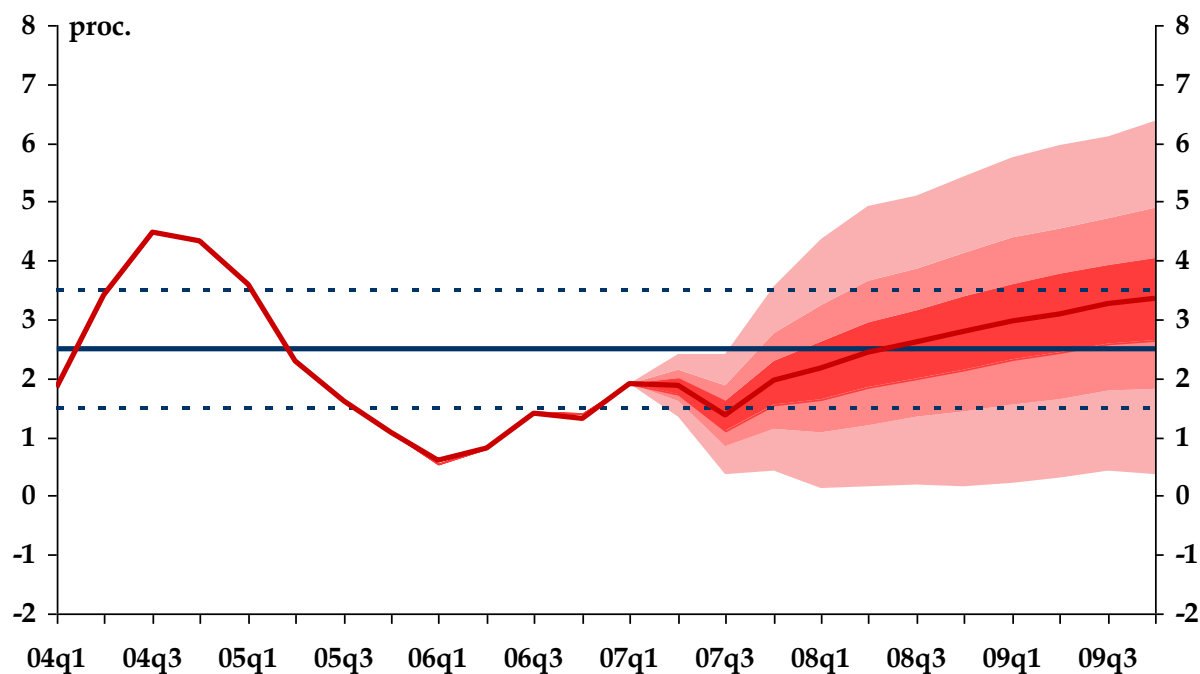
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – styczeń 2007 r.



Źródło: Raport o inflacji, styczeń 2007 r., NBP.

Wykres 14

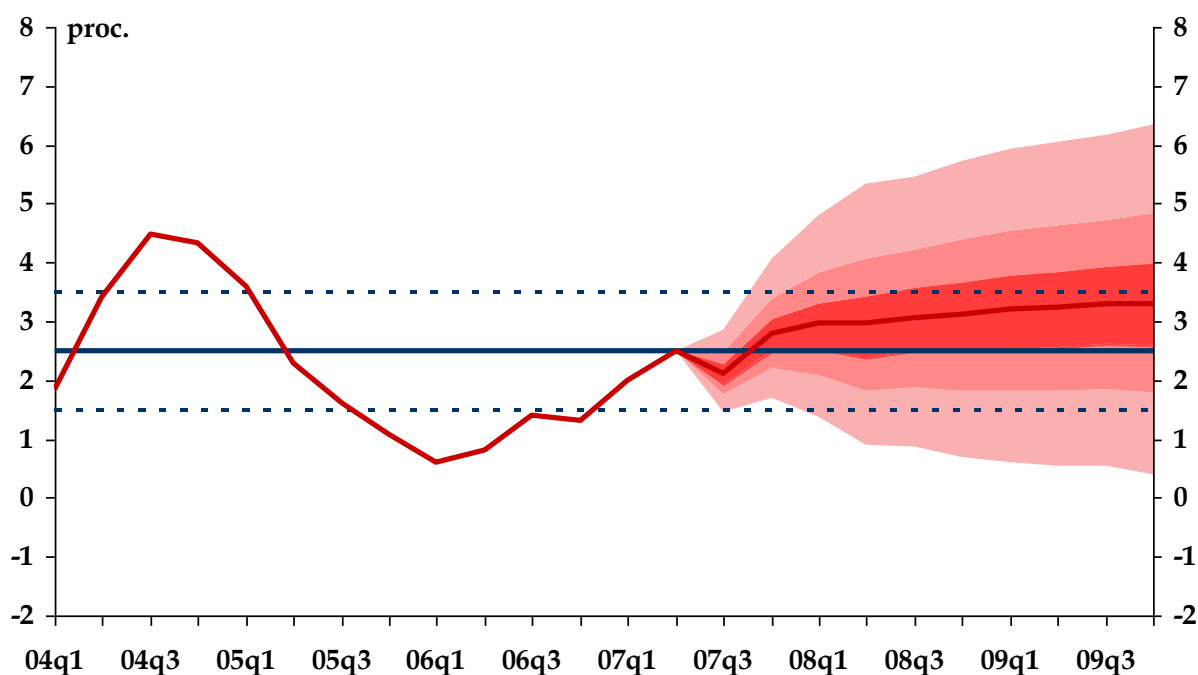
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – kwiecień 2007 r.



Źródło: Raport o inflacji, kwiecień 2007 r., NBP.

Wykres 15

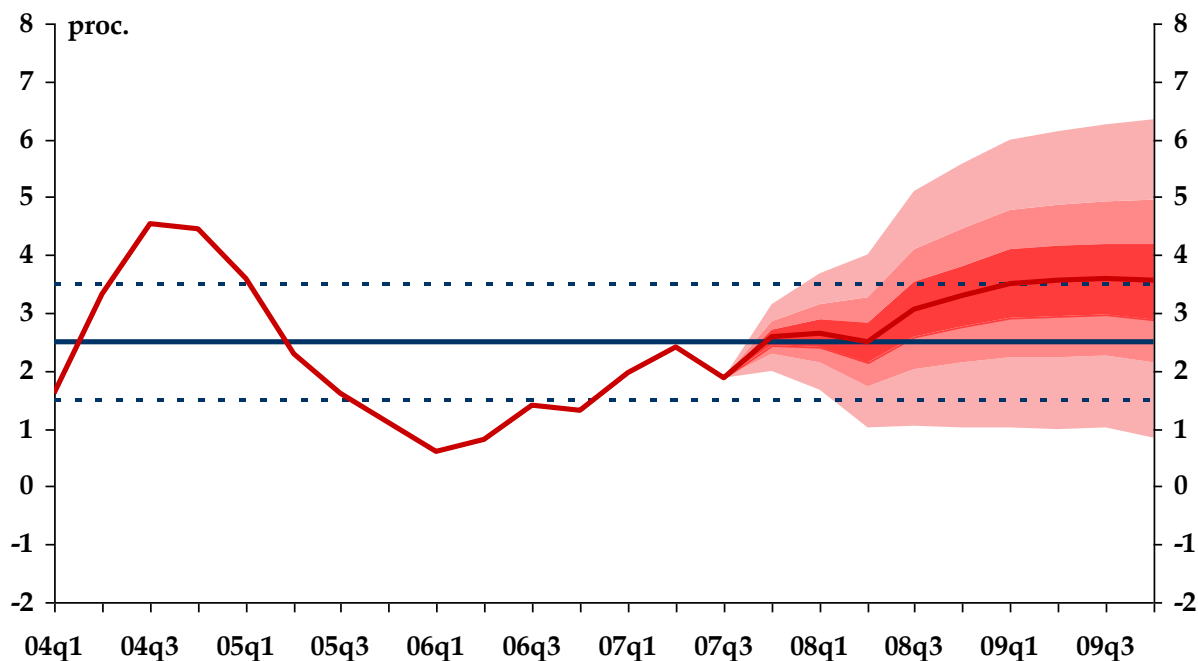
Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – lipiec 2007 r.



Źródło: Raport o inflacji, lipiec 2007 r., NBP.

Wykres 16

Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP – październik 2007r.



Źródło: Raport o inflacji, październik 2007 r., NBP.

### **Jak czytać wykresy wachlarzowe?**

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

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

Z wykresu odnoszącego się do lipcowej projekcji inflacji wynika na przykład, że prawdopodobieństwo, iż inflacja w I kw. 2008 r. mieścić się będzie w przedziale od 2,5% do 3% wynosi ok. 30%. Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie wynosić od 2% do 4% wynosi ok. 60%. Projekcja inflacji charakteryzuje się nieznaczną asymetrią, co oznacza w przybliżeniu równe prawdopodobieństwa inflacji powyżej i poniżej ścieżki centralnej.

Na wykresach wachlarzowych zobrazowana została niepewność związana z założeniami zewnętrznymi wobec modelu prognostycznego oraz z niedokładnością statystycznego odwzorowania w modelu związków między zmiennymi makroekonomicznymi. Wykresy wachlarzowe nie uwzględniają jednak wszystkich rodzajów niepewności, m.in. niepewności związanej z możliwymi zmianami w strukturze polskiej gospodarki, przybliżonym charakterem odwzorowania rzeczywistości przez model oraz możliwym brakiem stabilności w czasie oszacowanych zależności. Źródła niepewności nie uwzględnionej na wykresie wachlarzowym są szczegółowo omawiane w *Raportach o inflacji*.

## **Załącznik nr 6. Opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w 2007 r.**

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 25 kwietnia 2007 r.**

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

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom wzrostu gospodarczego. Członkowie Rady wskazywali, że gospodarka polska znajduje się w fazie szybkiego wzrostu gospodarczego i można oczekiwać, że wysokie tempo wzrostu PKB utrzyma się przynajmniej w średnim okresie. Utrwalaniu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego będzie sprzyjać napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz funduszy unijnych, a także optymistyczne oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej, dodatkowo wzmocnione perspektywą organizacji przez Polskę mistrzostw Europy w piłce nożnej w 2012 r. Zdaniem części członków Rady, wysokiemu wzrostowi gospodarczemu w nadchodzących latach będzie sprzyjać dobra koniunktura w krajach Unii Europejskiej.

Większość członków Rady oceniała, że obecne tempo wzrostu PKB jest wyższe od dynamiki produktu potencjalnego. Członkowie Rady różnili się natomiast w ocenie siły wpływu tego czynnika na presję inflacyjną.

Część członków Rady była zdania, że istnieje znaczne ryzyko, że tempo wzrostu popytu przekraczające dynamikę potencjalnego PKB będzie prowadzić do wzrostu kosztów, a w konsekwencji wzrostu inflacji oraz narastania nierównowagi zewnętrznej. Wskazywali oni, że w średnim okresie ukształtowanie się inflacji na poziomie przekraczającym cel inflacyjny prowadziłyby do stopniowej utraty konkurencyjności cenowej polskiej gospodarki.

Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że obecny wzrost gospodarczy ma korzystną z punktu widzenia niskiej inflacji strukturę, gdyż od kilku kwartałów coraz większy udział we wzroście PKB mają inwestycje, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia produktu potencjalnego i ograniczenia presji inflacyjnej. Ponadto, oceniali oni, że wysokie tempo wzrostu PKB w I kw. 2007 r. było częściowo wynikiem korzystnych warunków pogodowych, które w największym stopniu wpłynęły na produkcję w budownictwie. Wygaśnięcie tych jednorazowych czynników w przyszłych kwartałach może, ich zdaniem, ograniczać ryzyko wzrostu inflacji.

Na posiedzeniu dyskutowano o wpływie na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji współorganizowanych przez Polskę w 2012 r. mistrzostw Europy w piłce nożnej. Członkowie Rady oceniali, że organizacja mistrzostw będzie sprzyjać utrzymaniu się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych latach. Niektórzy uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że związany z organizacją mistrzostw wzrost produktu potencjalnego będzie mniejszy niż wzrost popytu i pojawi się z większym opóźnieniem, co będzie prowadziło do wzrostu inflacji. Uczestnicy dyskusji wskazywali ponadto, że związane z mistrzostwami inwestycje będą finansowane w znacznej mierze ze środków publicznych. Powstaje więc ryzyko pogłębienia nierównowagi finansów publicznych.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji na rynku pracy oraz jej wpływowi na perspektywy inflacji. Zdaniem większości członków Rady istotnym czynnikiem ryzyka wzrostu inflacji jest obserwowane przyspieszenie tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw. Wskazywali oni, że na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń będzie oddziaływać znaczny spadek bezrobocia, niedostosowania strukturalne na rynku pracy, emigracja polskich pracowników do innych krajów UE oraz konwergencja płac w Polsce i krajach UE. Twierdzili oni także, że obserwowany obecnie szybki wzrost gospodarczy wzmacnia oczekiwania pracobiorców na przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń.

Część członków Rady wskazywała na niepewność co do tego, na ile obserwowane w ostatnim okresie przyspieszenie wzrostu płac w przedsiębiorstwach jest wynikiem trwałych tendencji, a w jakim stopniu wynika z czynników jednorazowych i ma charakter tymczasowy. W związku z tym uważali oni, że pełniejsza ocena skali nasilenia presji płacowej będzie możliwa dopiero po publikacji kolejnych danych z rynku pracy. Członkowie ci oceniali, że ograniczeniu wzrostu jednostkowych kosztów pracy nadal będzie sprzyjał dynamiczny wzrost nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw, który przyczyni się do utrzymania wysokiego wzrostu wydajności w tym sektorze. Sprzyjać temu będzie również zmieniająca się struktura zatrudnienia polegająca na wzroście udziału młodych pracowników o relatywnie wyższej wydajności, choć o wyższych oczekiwaniach płacowych w porównaniu z osobami przechodzącymi na emeryturę. Część uczestników dyskusji wskazywała, że wzrost płac w dalszym ciągu będzie ograniczany przez procesy globalizacyjne i związany z nimi wzrost konkurencji międzynarodowej. Wskazywali oni, że przyspieszenie wzrostu płac nie musi prowadzić do wzrostu inflacji ze względu na bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw, która umożliwia im częściowe absorbowanie wzrostu płac bez konieczności podnoszenia cen. Ponadto, niektórzy członkowie zwracali uwagę, że wzrost dynamiki płac może być częściowo związany z przyspieszeniem procesu wyrównywania się płac w Polsce i krajach UE, co powinno być uwzględnione w polityce pieniężnej.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat wpływu kursu złotego na inflację. Część członków Rady w większym stopniu uwzględniała w tym kontekście czynniki fundamentalne, w tym napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i funduszy unijnych, natomiast inni większą wagę przywiązywali do tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych.

W dyskusji na posiedzeniu odnoszono się do przedstawionej przez analityków NBP kwietniowej projekcji inflacji i PKB z modelu ECMOD, która stanowi jedną z przesłanek decyzji w sprawie stóp procentowych NBP. Kwietniowa projekcja inflacji wskazywała, że - przy założeniu stałych stóp procentowych - w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji, po przejściowym obniżeniu inflacji w III kw. 2007 r. inflacja ma stopniowo wzrastać i w II poł. 2009 r. zbliżyć się do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego.

Na posiedzeniu zarysowały się trzy różne oceny kwietniowej projekcji. Część członków Rady uznała perspektywy inflacji zarysowane w kwietniowej projekcji za prawdopodobne. Inni uczestnicy dyskusji oceniali natomiast, że inflacja może być wyższa niż wskazuje na to projekcja, ze względu na możliwe niedoszacowanie w projekcji dynamiki płac oraz wzrostu PKB. Wreszcie, pozostali członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z kwietniową projekcją z modelu ECMOD oraz wynikami innych prac progностycznych prowadzonych w NBP, w krótkim okresie inflacja będzie się kształtować wyraźnie poniżej celu inflacyjnego, a w dłuższym okresie inflacja nie będzie tak wysoka jak wynika z projekcji.

Wśród członków RPP przeważał pogląd o konieczności zaostrzenia polityki pieniężnej, natomiast istniała różnica zdań co do właściwego momentu podwyższenia stóp procentowych.

Część członków Rady uważała, że ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację nie daje jednoznacznych przesłanek dla zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Wskazywali oni na niepewność dotyczącą trwałości i skali przyspieszenia dynamiki płac. Podkreślali oni także, że oczekiwania inflacyjne utrzymują się na niskim poziomie, nie tworząc ryzyka dla wzrostu inflacji. Ponadto wskazywali, że obserwowane w ostatnim okresie przyspieszenie inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI wynikało w głównej mierze z czynników o charakterze podażowym i statystycznym. Równocześnie wskazywali oni, że inflacja bazowa pozostaje na niskim poziomie. Dodatkowo zwracali oni uwagę, że - według większości prognoz - w krótkim okresie inflacja będzie kształtować się najprawdopodobniej na poziomie niższym od celu inflacyjnego. Członkowie ci podnosili, że podwyższenie stóp procentowych może prowadzić do nasilenia oczekiwań na ich dalsze podwyżki. Ponadto, zaostrzenie polityki pieniężnej może, ich zdaniem, oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego i w związku z tym decyzja o podwyższeniu stóp procentowych powinna zostać podjęta tylko w przypadku pojawienia się bardziej wyraźnych zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego.

Większość członków Rady uznała, że utrzymanie inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie wymaga zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci uważali, że dokonanie podwyżki stóp procentowych miałoby efekt sygnalizacyjny, podkreślający dążenie władz monetarnych do realizacji celu inflacyjnego, co wzmacniałoby wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej, prowadziło do stabilizacji oczekiwań inflacyjnych i ograniczało presję na wzrost wynagrodzeń. Członkowie ci oceniali ponadto, że nieznaczne zaostrzenie polityki monetarnej powinno mieć niewielki lub żaden wpływ na tempo wzrostu gospodarczego. Wskazywali oni, że odsuwanie w czasie decyzji o podniesieniu stóp procentowych może się przyczynić do narastania nierównowagi makroekonomicznej i wzrostu inflacji. W takiej sytuacji koszt zacieśnienia polityki pieniężnej zapewniającego powrót inflacji do celu inflacyjnego byłby znacznie większy niż koszt przeciwdziałania wzrostowi inflacji poprzez wyprzedzającą zmianę parametrów polityki pieniężnej, zwłaszcza w warunkach towarzyszącego globalizacji osłabienia krótkookresowego związku pomiędzy luką popytową a inflacją.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada podwyższyła stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

Rada dyskutowała o właściwym sposobie przedstawienia tej decyzji szerokiemu otoczeniu zewnętrznemu.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 30 maja 2007 r.**

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

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były perspektywy wzrostu gospodarczego oraz ich wpływ na inflację.

Część członków Rady podkreślała, że obecny wzrost gospodarczy ma korzystną z punktu widzenia inflacji strukturę. Członkowie ci wskazywali, że dynamiczny wzrost inwestycji oraz

ich struktura, charakteryzująca się relatywnie niskim udziałem inwestycji budowlanych, będą się przyczyniać do szybkiego wzrostu produktu potencjalnego, a tym samym do ograniczenia presji inflacyjnej. Do szybkiego wzrostu potencjału będzie się również przyczyniać wysoki napływ inwestycji zagranicznych typu *greenfield*, sprzyjający wzrostowi wydajności. Część członków Rady wskazywała ponadto, że kwietniowe dane dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz wskaźniki koniunktury w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie i handlu mogą świadczyć o możliwym lekkim osłabieniu wzrostu gospodarczego w II kw. 2007 r.

Inni członkowie Rady podkreślali, że PKB nadal rośnie szybciej od produktu potencjalnego, prowadząc do wzrostu luki popytowej i presji inflacyjnej. Członkowie ci byli zdania, że w kolejnych kwartałach wysokie tempo wzrostu gospodarczego będzie się utrzymywać – głównie za sprawą dynamicznego wzrostu popytu krajowego, któremu będzie sprzyjać szybki wzrost funduszu płac oraz akcji kredytowej. Podkreślali oni, że wzrost inwestycji będzie prowadzić do zwiększenia produktu potencjalnego dopiero w dłuższej perspektywie. Członkowie ci byli zdania, że istnieje znaczne ryzyko, że w średnim okresie wzrost PKB przekraczający wzrost produktu potencjalnego będzie prowadzić do wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego. Ponadto uznali oni, że choć towarzyszący globalizacji wzrost importu oraz konkurencji cenowej będzie ograniczać wpływ krajowej luki popytowej na inflację, skala oddziaływania tych czynników może nie być wystarczająca dla utrzymania inflacji na poziomie celu.

W czasie posiedzenia Rada dyskutowała na temat sytuacji na rynku pracy. Członkowie Rady byli zgodni co do tego, że procesy zachodzące na rynku pracy stanowią główny czynnik ryzyka dla wzrostu inflacji. Różnili się oni jednak w interpretacji napływających danych oraz ocenie wpływu bieżącej sytuacji na rynku pracy na inflację.

Część członków Rady uznała, że, dane GUS dotyczące tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu 2007 r. oraz wynagrodzeń w gospodarce ogółem w I kw. 2007 r. potwierdziły, że dynamika płac przyspiesza. Członkowie ci zwracali uwagę, że dynamiczny wzrost wynagrodzeń objął wszystkie najważniejsze grupy przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady sygnalizowali, że wysokiemu wzrostowi płac w przedsiębiorstwach towarzyszyło nasilenie żądań płacowych w sektorze publicznym, znajdujące odzwierciedlenie w licznych akcjach strajkowych. Członkowie ci wskazywali, że w warunkach silnego wzrostu wynagrodzeń nastąpił znaczny, i dużo wyższy niż wynikało to z kwietniowej projekcji NBP, wzrost jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Ponadto część członków Rady, wskazywała na bardzo szybki, większy niż wynikało to z kwietniowej projekcji, spadek stopy bezrobocia odnotowany w danych BAEL, który może prowadzić do dalszego wzrostu płac. Członkowie Rady oceniali, że szybki wzrost wynagrodzeń, prowadząc do wzrostu kosztów a także zwiększenia dochodów do dyspozycji, poprawy nastrojów konsumentów i wzrostu popytu, może przyczyniać się do przyspieszenia tempa wzrostu cen.

Inni członkowie Rady podkreślali, że w kwietniu nastąpił spadek dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Wskazywali oni, że od kilku lat maleje udział kosztów pracy w kosztach dużych i średnich przedsiębiorstw oraz że w I kw. 2007 r. szybkiemu wzrostowi wynagrodzeń towarzyszyła znaczna poprawa rentowności przedsiębiorstw w warunkach stabilnej inflacji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że mimo znacznego spadku bezrobocia, wciąż kształtuje się ono na relatywnie wysokim poziomie, co sugeruje, że w gospodarce nadal dostępne są znaczne wolne zasoby siły roboczej. Część członków Rady wskazywała, że przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń nie musi prowadzić do wzrostu inflacji, ze względu na wzrost presji konkurencyjnej związanej z globalizacją, a także na bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, dzięki którym firmy mogą absorbować część wzrostu



kosztów bez dokonywania zmian cen swoich produktów i usług. Zwracali oni ponadto uwagę, że ograniczaniu presji inflacyjnej może również sprzyjać poprawa efektywności gospodarowania związana z wysokim wzrostem inwestycji oraz restrukturyzacją przedsiębiorstw.

Odnosząc się do bieżących wskaźników inflacji, część członków Rady oceniała, że zanotowany w kwietniu spadek inflacji netto oraz dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, towarzyszący obniżeniu inflacji CPI, może świadczyć o niskiej presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że obniżenie inflacji netto w kwietniu wynikało głównie ze statystycznego efektu bazy. Podkreślali oni ponadto, że w związku ze wzrastającym znaczeniem czynników globalnych w kształtowaniu krajowej inflacji, ważnym wskaźnikiem krajowej presji popytowej jest tempo wzrostu cen usług, które od połowy 2006 r. stopniowo wzrasta i obecnie znacznie przekracza tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem ryzyka dla inflacji jest wzrost oczekiwań inflacyjnych. Zwracali oni uwagę, że prognozy analityków bankowych w kwietniu po raz pierwszy od ponad dwóch lat przekroczyły poziom celu inflacyjnego.

Część uczestników dyskusji podkreślała, że na krajową inflację w coraz większym stopniu oddziałują czynniki o charakterze globalnym. Wskazywali oni, że w związku z dużą wiarygodnością polityki pieniężnej prowadzonej przez największe banki centralne na świecie można oczekiwać, że w najbliższym okresie inflacja globalna będzie się utrzymywać na niskim poziomie, co będzie sprzyjało stabilizacji inflacji krajowej. Zwracali oni jednak również uwagę, że nowym czynnikiem ryzyka dla inflacji w skali globalnej jest możliwy wzrost światowych cen żywności, związany z oddziaływaniem czynników o charakterze podażowym.

Jednym z tematów będących przedmiotem dyskusji w czasie posiedzenia był wpływ kursu złotego na inflację. W tym kontekście omawiano zarówno oddziaływanie czynników fundamentalnych jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych.

Jednym z zagadnień omawianych podczas posiedzenia była sytuacja w finansach publicznych. Część członków Rady oceniała, że niższy niż oczekiwano deficyt budżetowy będzie częściowo kompensować wzrost popytu w sektorze prywatnym oraz łagodzić jego wpływ na inflację. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że obserwowana poprawa sytuacji finansów publicznych ma charakter cykliczny i nie jest to czynnik, który w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie oddziałował w kierunku ograniczania wzrostu cen.

Na posiedzeniu Rada dyskutowała także na temat kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych. Część członków Rady oceniała, że utrzymujące się wysokie tempo wzrostu kredytów będzie sprzyjać silnemu wzrostowi spożycia indywidualnego, a przez to zagregowanego popytu i inflacji. Wskazywali oni, że w związku z procyklicznym charakterem akcji kredytowej, można oczekiwać, że w nadchodzącym okresie będzie miał miejsce dalszy szybki wzrost zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w sektorze bankowym. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że od kilku miesięcy w strukturze kredytów rośnie udział kredytów na cele konsumpcyjne, które bezpośrednio mogą się przełożyć na wzrost popytu i presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady oceniali, że poza niewielką ich zdaniem zmianą w strukturze kredytów, obserwowane w sferze monetarnej zjawiska stanowią kontynuację dotychczasowych trendów i nie powinny one stanowić zagrożenia dla wzrostu inflacji.

W czasie posiedzenia Rada dyskutowała również na temat poziomu realnych stóp procentowych oraz ich wpływu na inflację. Część członków Rady wskazywała, że obserwowane w Polsce ożywienie gospodarcze rozpoczęło się i utrzymywało w warunkach, gdy realne stopy procentowe były wyraźnie wyższe niż obecnie. W związku z tym oceniali oni, że obecny poziom stóp procentowych prawdopodobnie nie przeciwdziała zwiększeniu się luki popytowej i wzrostowi presji inflacyjnej. Ponadto członkowie ci wskazywali, że w warunkach towarzyszącego globalizacji osłabienia krótkookresowego związku pomiędzy aktywnością gospodarczą a inflacją, koszt zacieśnienia polityki pieniężnej zapewniającego powrót inflacji do celu inflacyjnego byłby znacznie większy niż koszt przeciwdziałania wzrostowi inflacji. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że poziom realnych stóp procentowych w Polsce nadal jest relatywnie wysoki, zwłaszcza na tle pozostałych krajów regionu. W tym kontekście wymieniano poglądy dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych NBP.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 27 czerwca 2007 r.**

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

Głównym przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były perspektywy wzrostu gospodarczego oraz ich wpływ na inflację.

Część członków Rady wskazywała, że tempo wzrostu PKB w Polsce nadal przekracza tempo wzrostu produktu potencjalnego, prowadząc do wzrostu luki popytowej i presji inflacyjnej. Oceniali oni, że w nadchodzącym okresie będzie się utrzymywać szybkie tempo wzrostu popytu krajowego. Do dynamicznego wzrostu popytu będzie się przyczyniać znaczny wzrost płac nominalnych oraz zatrudnienia, napływ transferów od osób pracujących za granicą, silny wzrost akcji kredytowej, w tym coraz szybszy wzrost kredytów na cele konsumpcyjne, a także zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych z tytułu obniżenia składki rentowej. Członkowie ci oceniali, że w warunkach obecnego wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych, dynamiczny wzrost popytu krajowego rodzi istotne ryzyko wzrostu inflacji ponad poziom celu inflacyjnego w średnim okresie.

Inni członkowie Rady podkreślali, że obecny wzrost gospodarczy ma wciąż korzystną strukturę, charakteryzującą się rosnącym udziałem inwestycji, przy czym do wzrostu inwestycji przyczynia się m. in. napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych typu *greenfield* zwiększających innowacyjność gospodarki. Powinno to prowadzić do wzrostu wydajności pracy oraz potencjału produkcyjnego gospodarki, a tym samym ograniczać presję inflacyjną związaną z szybkim wzrostem gospodarczym. Członkowie ci wskazywali, że wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych nie musi prowadzić do wzrostu konsumpcji, jeśli towarzyszyć mu będzie wzrost oszczędności tego sektora. Oceniali oni również, że część wzrostu popytu krajowego zostanie zaabsorbowana przez rosnący import, co będzie ograniczać presję na wzrost cen. Ponadto członkowie ci wskazywali, że zanotowany w maju spadek dynamiki produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej świadczy o obniżeniu dynamiki PKB w II kw. br. Niektórzy członkowie Rady ocenili ponadto, że w warunkach oczekiwanego obniżenia tempa

wzrostu gospodarczego oraz silnego wzrostu potencjału, w nadchodzącym okresie dynamika PKB nie powinna przekraczać dynamiki produktu potencjalnego.

W czasie posiedzenia Rada dyskutowała także na temat sytuacji na rynku pracy.

Część członków Rady wskazywała na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu płac, a także na bardzo szybki spadek bezrobocia sprzyjający dalszemu silnemu wzrostowi wynagrodzeń. Zwracali oni uwagę, że dynamicznemu wzrostowi płac w przedsiębiorstwach towarzyszy nasilenie presji płacowej w sektorze publicznym, którego wyrazem są pojawiające się akcje strajkowe. Członkowie ci wskazywali, że mimo niepewności dotyczącej kształtowania się jednostkowych kosztów pracy, wszystkie dostępne szacunki tych kosztów, uzyskane przy wykorzystaniu różnych metod ich obliczania, wskazują na pogorszenie się relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy, co może prowadzić do wzrostu inflacji. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku przyspieszenia tempa wzrostu cen będzie również oddziaływać związane ze wzrostem płac zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, które będzie sprzyjać wzrostowi popytu konsumpcyjnego. Zwracali oni uwagę, że w nadchodzącym okresie wzrost dochodów gospodarstw domowych wynikający ze wzrostu funduszu płac zostanie wzmocniony poprzez obniżenie składki rentowej, które dodatkowo przyczyni się do wzrostu wynagrodzeń netto, umożliwiając relatywnie większy wzrost konsumpcji.

Podczas dyskusji wskazywano, że obniżenie składki rentowej, prowadząc do wzrostu wynagrodzeń netto, w dłuższym okresie powinno ograniczać presję na dalszy wzrost płac brutto i kosztów pracy. Część członków Rady wskazywała, że mimo znacznego spadku, stopa bezrobocia w Polsce jest wciąż wysoka, co również powinno ograniczać wzrost wynagrodzeń. Ponadto oceniali oni, że w kierunku ograniczenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy powinno oddziaływać utrzymanie się wysokiego wzrostu wydajności związane ze zwiększeniem nakładów inwestycyjnych, procesami restrukturyzacyjnymi w przedsiębiorstwach oraz z poprawą jakości zasobów pracy. Zdaniem tych członków Rady trudno obecnie ocenić, czy zanotowane w maju spowolnienie wzrostu wydajności pracy w przemyśle będzie miało charakter trwały. Ponadto, członkowie ci podkreślali, że wzrost jednostkowych kosztów pracy nie musi prowadzić do wzrostu inflacji, gdyż zwiększenie konkurencji, związane m.in. z procesem globalizacji, powoduje zmniejszenie zdolności przedsiębiorstw do kształtowania cen swoich produktów, a tym samym przenoszenia wzrostu kosztów na konsumentów. Wskazywali oni ponadto, że obecny szybki wzrost płac tworzy bodźce do podejmowania pracy przez osoby nieaktywne, co może się przyczyniać do wzrostu podaży pracy oraz produktu potencjalnego. Członkowie ci zwracali również uwagę, że rosnące koszty pracy w warunkach utrzymującego się nadal wysokiego popytu mogą zachęcać przedsiębiorstwa do podejmowania inwestycji mających na celu zastępowanie technik pracochłonnych przez kapitałochłonne. Oceniali oni, że m.in. dzięki bardzo dobrej sytuacji finansowej, przedsiębiorstwa mają znaczną zdolność do podejmowania tego rodzaju działań restrukturyzacyjnych.

Przedmiotem dyskusji była również sytuacja w finansach publicznych.

Część członków Rady wskazywała, że jednym z istotnych czynników ryzyka dla wzrostu inflacji jest procykliczna polityka fiskalna, która przejawia się m.in. obniżeniem składki rentowej. Oceniali oni, że wzrost presji płacowej w sektorze publicznym stanowi ryzyko dla utrzymania kotwicy budżetowej. Członkowie ci podkreślali, że nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna w warunkach rosnącej presji inflacyjnej może prowadzić do ukształtowania się układu polityki pieniężnej i fiskalnej, który jest niekorzystny z punktu widzenia długofalowego wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że sytuacja

budżetu państwa kształtuje się obecnie bardzo korzystnie, a przyszły kształt polityki fiskalnej charakteryzuje się dużą niepewnością dotyczącą m.in. reakcji rządu na nasilenie żądań płacowych w sektorze publicznym. Wskazywali oni, że pomimo istotnego ryzyka wzrostu stopnia ekspansywności polityki fiskalnej, trudno obecnie oceniać wpływ tej polityki na inflację w średnim okresie.

Odwołując się do bieżących wskaźników inflacji, część członków Rady zwracała uwagę, że mimo szybkiego wzrostu gospodarczego, od długiego czasu inflacja bazowa utrzymuje się na niskim poziomie, co może świadczyć o niskiej presji inflacyjnej. Wskazywano także, że w horyzoncie najbliższych miesięcy inflacja najprawdopodobniej obniży się. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że pomiędzy wzrostem aktywności gospodarczej a wzrostem inflacji występują opóźnienia. Ponadto zwracali oni uwagę, że utrzymanie inflacji CPI na poziomie celu inflacyjnego może wymagać kształtowania się inflacji bazowej na niższym poziomie.

Podczas posiedzenia omawiano również procesy zachodzące w sferze monetarnej. Część członków Rady wskazywała, że bardzo szybki wzrost kredytów może przyczyniać się do dalszego wzrostu popytu krajowego oraz kumulowania się presji inflacyjnej, m. in. na rynku aktywów. Inni członkowie Rady oceniali, że relacja kredytu do PKB jest w Polsce nadal niska, a obserwowany szybki wzrost akcji kredytowej w znacznym stopniu wynika z procesu nadrobienia dystansu wobec krajów znajdujących się na wyższym poziomie rozwoju.

Jednym z tematów będących przedmiotem dyskusji w czasie posiedzenia był wpływ kursu złotego na inflację. W tym kontekście omawiano zarówno oddziaływanie czynników fundamentalnych jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym m.in. dysparytetu stóp procentowych, salda na rachunku obrotów bieżących, perspektyw wzrostu gospodarczego, napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, funduszy unijnych oraz transferów z emigracji zarobkowej, a także globalnej płynności, oraz strategii inwestycyjnych uczestników światowych rynków finansowych. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że podniesienie stóp procentowych NBP mogłoby prowadzić do presji aprecjacyjnej, co mogłoby się przyczynić do osłabienia eksportu i pogłębienia deficytu w handlu zagranicznym. Inni członkowie nie zgadzali się z tą opinią, wskazując na niski dysparytet stóp w stosunku do stopy EBC. Na poparcie tej tezy wskazywano, że kwietniowa podwyżka nie spowodowała presji aprecjacyjnej.

Część uczestników dyskusji wskazywała, że jednym z czynników, które będą sprzyjać stabilizowaniu inflacji w Polsce są dobre perspektywy kształtowania się inflacji globalnej, dzięki wiarygodnej polityce pieniężnej największych banków centralnych. Jednocześnie wskazywali oni, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu inflacji globalnej jest wzrost cen surowców oraz żywności na rynkach światowych spowodowany oddziaływaniem czynników o charakterze strukturalnym.

W ocenie części członków Rady, obecna stopa procentowa NBP znajduje się najprawdopodobniej na poziomie niższym od stopy naturalnej i w związku z tym nie przeciwdziała narastaniu presji inflacyjnej. Wskazali oni, że wiele banków centralnych podnosi obecnie stopy procentowe. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że szacunki naturalnej stopy procentowej obarczone są znaczną niepewnością.

Wśród członków Rady dominował pogląd, że w wyniku kumulowania się w gospodarce zjawisk prowadzących do wzrostu presji inflacyjnej, utrzymanie inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie wymaga zaostrzenia polityki pieniężnej w nadchodzącym czasie. Członkowie Rady nie byli jednak zgodni co do właściwego momentu podwyższenia stóp procentowych. Część członków Rady wskazywała, że ocena bilansu

czynników kształtujących przyszłą inflację nie daje jednoznacznych przesłanek do zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Ich zdaniem, pomocnym narzędziem w ocenie perspektyw inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie publikowana w lipcu br. projekcja inflacji NBP. Wskazywano ponadto, że wcześniejsza w stosunku do oczekiwań rynkowych podwyżka stóp procentowych NBP mogłaby wywołać oczekiwania na szybsze i większe podwyżki tych stóp, co mogłoby prowadzić do silniejszego ograniczenia dynamiki wzrostu gospodarczego niż tego wymaga stabilizowanie inflacji na poziomie celu w średnim okresie. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że potencjalne koszty opóźnienia podwyżki stóp procentowych przewyższają ewentualne korzyści związane z odsunięciem w czasie decyzji o zmianie parametrów polityki pieniężnej. W szczególności zwracano uwagę, że w warunkach towarzyszącego globalizacji osłabienia krótkookresowego związku między krajową aktywnością gospodarczą i krajową inflacją oraz adaptacyjnego charakteru oczekiwań inflacyjnych w Polsce, koszt zaostrzenia polityki pieniężnej zapewniającego powrót inflacji do celu byłby znacznie większy niż koszt przeciwdziałania wzrostowi inflacji. Ponadto, część członków Rady oceniała, że zacieśnienie polityki pieniężnej w obliczu niepokojących sygnałów z sektora finansów publicznych wzmocniłoby wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada podwyższyła stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, a stopa redyskonta weksli 4,75%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 25 lipca 2007 r.**

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

Głównym przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były sytuacja na rynku pracy, perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji oraz kształtowanie się kursu złotego.

Część członków Rady wskazywała, że w II kw. br. tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach przyspieszyło i pozostaje wyższe niż tempo wzrostu wydajności pracy, przez co rosną jednostkowe koszty pracy w tym sektorze. Członkowie ci zwracali uwagę, że od kilku lat obniżał się udział kosztów pracy w kosztach przedsiębiorstw, a teraz ta tendencja mogła się odwrócić. Ich zdaniem, jeśli wzrostowi jednostkowych kosztów pracy nie będzie towarzyszył wzrost cen dóbr produkowanych przez przedsiębiorstwa, doprowadzi to do pogorszenia ich wyników finansowych, co obniżyłoby ich skłonność do inwestowania w większym stopniu niż uczyniłby to wzrost kosztu kredytu związany ze wzrostem stóp procentowych. Jeśli natomiast wzrost kosztów pracy zostanie przerzucony na ceny, doprowadzi to do wzrostu inflacji. Szybki wzrost płac w przedsiębiorstwach może także doprowadzić do przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym, w którym wzrost wydajności jest niewielki, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji.

Inni członkowie Rady argumentowali, że oprócz dynamiki jednostkowych kosztów pracy ważny jest także ich poziom. Ich zdaniem, poziom jednostkowych kosztów pracy w Polsce jest obecnie relatywnie niski, czego efektem są bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, które pozwalają na absorbowanie rosnących kosztów pracy bez konieczności podnoszenia cen. Członkowie ci wskazywali również, że wyniki badań przedsiębiorstw nie sygnalizują silnego zwiększenia presji płacowej w najbliższej przyszłości oraz że w badaniach

tych tylko bardzo niewielki odsetek przedsiębiorstw sygnalizuje wzrost cen swoich produktów w reakcji na rosnące płace. Członkowie ci podkreślali także, że podejmowane przez rząd decyzje zwiększające dostępność polskiego rynku pracy dla pracowników zza wschodniej granicy oraz zwiększona mobilność przestrzenna Polaków powinny oddziaływać w kierunku ograniczenia presji płacowej w gospodarce.

Część członków Rady wskazywała, że obserwowany obecnie silny wzrost popytu na rynku produktów doprowadzi - przy ograniczeniu dynamiki krajowej podaży - do wzrostu inflacji. Na silną presję popytową wskazuje, w ocenie tych członków, m.in. utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej.

Inni członkowie wskazywali, że obecnie obserwuje się obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego, które powinno zmniejszać presję popytową w gospodarce. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę na to, że we wzroście PKB znaczny udział mają inwestycje, które zwiększają zasób kapitału, a więc przyczyniają się do wzrostu produktu potencjalnego i wydajności pracy. Korzystnie na produkt potencjalny wpływa także znaczny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Podkreślali oni również, że obserwowany wzrost płac oraz obniżenie składki rentowej mogą przyczynić się do zwiększenia podaży pracy. W sumie, wzrost zasobu kapitału oraz podaży pracy powinny - zdaniem tych członków - zwiększać produkt potencjalny i przez to ograniczać presję inflacyjną. Twierdzili oni także, że szybki wzrost popytu krajowego będzie częściowo absorbowany przez wzrost importu, co ograniczy presję na wzrost cen. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że szybki wzrost sprzedaży detalicznej dotyczy głównie dóbr trwałego użytku o charakterze quasi-inwestycyjnym (samochody, meble, sprzęt RTV i AGD), których ceny nie rosną.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były również perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji z modelu ECMOD oraz wynikach pozostałych prac prognostycznych prowadzonych w NBP. Część członków Rady podkreśliła, że prognozy inflacji wykorzystywane w NBP wskazują na wyższą ścieżkę inflacji, niż kwartał wcześniej. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji z modelu ECMOD, w 2009 r. inflacja CPI zbliży się do poziomu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%), a inflacja bazowa netto osiągnie ten poziom. W ocenie tych członków, jeśli wystąpiłby jednocześnie negatywny wstrząs na rynku żywności lub paliw, inflacja CPI wzrosłaby w 2009 r. wyraźnie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Uczestniczący w dyskusji wskazywali ponadto, że w horyzoncie projekcji szacowane prawdopodobieństwo tego, że inflacja przekroczy górną granicę odchyień od celu inflacyjnego istotnie rośnie. Jednocześnie, ich zdaniem antyinflacyjny wpływ dokonanego i planowanego obniżenia składki rentowej nie będzie tak duży jak uwzględniono w projekcji.

Inni członkowie argumentowali, że zgodnie z centralną projekcją z modelu ECMOD inflacja w całym horyzoncie projekcji mieści się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego. Ponadto, podkreślali oni to, że wyniki innych prac prognostycznych prowadzonych w NBP wskazują na niższą ścieżkę inflacji niż projekcja z modelu ECMOD, a jedna z prognoz wskazuje na obniżenie inflacji w końcu horyzontu prognozy.

Członkowie Rady dyskutowali na temat poziomu stóp procentowych oraz wpływu zacieśnienia polityki pieniężnej na tempo wzrostu gospodarczego. Część członków stwierdziła, że podwyższenie stóp procentowych w Polsce do poziomu istotnie wyższego niż w strefie euro jest uzasadnione wyższym poziomem neutralnej stopy procentowej w Polsce niż w strefie euro, co wynika z różnicy w tempie wzrostu produktu potencjalnego. Członkowie ci twierdzili także, że wzrost stóp procentowych w Polsce nie powinien ograniczyć dynamiki inwestycji, bowiem obecnie inwestycje w większym stopniu zależą od

optymistycznych oczekiwań przedsiębiorców dotyczących utrzymania silnego wzrostu gospodarczego, niż od poziomu stóp procentowych. Dodatkowo stwierdzili oni, że wysoki poziom indeksów giełdowych w Polsce obniża koszt inwestycji w relacji do wartości rynkowej przedsiębiorstw, co sprzyja inwestowaniu przez przedsiębiorstwa. Według tych członków niewielkie podwyższenie stóp procentowych nie powinno obniżyć tempa wzrostu gospodarczego. Świadczyć może o tym - ich zdaniem - m.in. to, że mimo wzrostu podstawowych stóp procentowych NBP w kwietniu br., dynamika kredytu dla przedsiębiorstw w czerwcu br. nadal przyspieszała.

Członkowie Rady poświęcili dużo uwagi problematyce kursu złotego. W tym kontekście wskazywano zarówno na oddziaływanie czynników fundamentalnych, jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym m.in. na dysparytet stóp procentowych, kształtowanie się salda na rachunku obrotów bieżących, zmiany aktywów zagranicznych netto sektora bankowego, zakupy funduszy inwestycyjnych za granicą, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, napływ funduszy unijnych oraz transferów z emigracji zarobkowej. Część członków Rady wskazywała, że podniesienie stóp procentowych NBP będzie prowadzić do presji aprecjacyjnej. Inni członkowie nie podzielali tej opinii. Członkowie Rady nie byli zgodni co do wpływu kwietniowej i czerwcowej podwyżki stóp na kurs złotego.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat perspektyw inflacji w kontekście zmian realnego efektywnego kursu złotego i jego wpływu na konkurencyjność polskiej gospodarki. Część członków wskazywała na przykłady niektórych krajów UE, które przy stabilnym nominalnym kursie walutowym doświadczyły wzrostu płac przekraczającego dynamikę wydajności pracy, co doprowadziło do silnej aprecjacji realnego efektywnego kursu ich walut i utraty konkurencyjności przez te kraje. Zdaniem tych członków, dopuszczenie do wzrostu płac przekraczającego dynamikę wydajności mogłoby obniżyć konkurencyjność polskiej gospodarki. W efekcie obniżyłoby się tempo wzrostu gospodarczego, zmniejszając atrakcyjność inwestycyjną polskiej gospodarki i doprowadzając do zmniejszenia napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

Członkowie Rady zwracali uwagę na korzystne wyniki budżetu państwa w II kw. br. Część członków Rady wskazywała także, że obniżenie składki rentowej będzie oznaczać przeniesienie części środków z sektora publicznego do sektora prywatnego, który ma wyższą niż sektor publiczny skłonność do oszczędzania, co powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia popytu, a przez to ograniczać presję inflacyjną. Członkowie Rady wskazywali także, że inflacja nadal jest ograniczana przez spadek cen towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Przedmiotem dyskusji były także perspektywy kształtowania się cen żywności i energii. Członkowie Rady zwrócili również uwagę, że kolejny miesiąc z rzędu obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.

Część członków była zdania, że perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji oraz dane makroekonomiczne wskazują, iż prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji powyżej celu jest wciąż istotnie wyższe niż prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji poniżej celu, co - w ich ocenie - uzasadniało podwyżkę stóp procentowych. Dodatkowo członkowie ci wskazywali, że jest prawdopodobne, że w 2010 r. Polska przystąpi do systemu ERM II. Gdyby wówczas inflacja przekraczała poziomu celu inflacyjnego, mogłoby to utrudnić stabilizację kursu walutowego w ERM II.

Rada dyskutowała na temat odpowiedniego momentu ewentualnego dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Część członków była zdania, że decyzja o podwyżce stóp powinna być podjęta na lipcowym posiedzeniu, bo do takiej decyzji skłaniały wyniki publikowanej w lipcu projekcji inflacji z modelu ECMOD. Postulowano także, że dla lepszej oceny ryzyka

przekroczenia przez inflację celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej niezbędne są dane makroekonomiczne, które miały zostać opublikowane przed kolejnym posiedzeniem. Stąd postulowano wstrzymanie się z decyzją o podwyższeniu stóp procentowych.

Biorąc pod uwagę wyniki pozostałych prac progностycznych prowadzonych w NBP, które nie wskazywały na ryzyko wzrostu inflacji ponad poziom celu inflacyjnego, inni członkowie Rady uznali, że nie ma przesłanek do dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wskazywali oni także, że obecnie nie jest przesądzone, kiedy Polska przystąpi do systemu ERM II, więc uwarunkowania dotyczące uczestnictwa w ERM II nie powinny być brane pod uwagę w bieżących decyzjach o stopach procentowych. Dodatkowo zwracali oni uwagę na to, że zacieśnienie polityki pieniężnej może doprowadzić do aprecjacji złotego, zwiększyć oczekiwania na dalsze podwyżki stóp, a przez to obniżyć tempo wzrostu gospodarczego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, a stopa redyskonta weksli 4,75%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 29 sierpnia 2007 r.**

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

Głównym przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych i ich wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego, sytuacja na rynku pracy w Polsce oraz sytuacja finansów publicznych. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Cześć członków Rady wskazywała, że zarówno bieżąca jak i prognozowana inflacja znajdują się blisko celu inflacyjnego, a inflacja bazowa netto pozostaje od dłuższego czasu zbliżona do dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Takie kształtowanie się inflacji bazowej uzasadnia ostrożność w polityce pieniężnej i wstrzymanie się z decyzją o zmianie stóp procentowych. Inni członkowie wskazywali, że spadek inflacji bazowej w ujęciu rocznym w lipcu jest związany ze znacznym wzrostem cen usług telekomunikacyjnych rok wcześniej. Ponadto, argumentowali oni, że rosnąca dynamika cen usług sygnalizuje nasilanie się efektu Balassy-Samuelsona. Dodatkowo, wskazywali, że ceny ropy na rynkach światowych utrzymują się powyżej poziomu założonego w lipcowej projekcji.

Członkowie Rady dyskutowali na temat obserwowanych w sierpniu br. zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych i ich wpływu na perspektywy światowej i polskiej gospodarki. Część członków wskazywała, że na skutek zaburzeń na rynkach finansowych obniżane są prognozy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Europie. Choć obecnie trudno ocenić skalę wpływu tych problemów na gospodarkę amerykańską można spodziewać się dalszego obniżania prognoz wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Argumentowano, że jeśli wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i Europie będzie niższy niż wcześniej oceniano, wówczas można oczekiwać mniejszego eksportu Polski, a przez to niższego wzrostu gospodarczego i niższej presji inflacyjnej. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki sugerowano ostrożność i wstrzymanie się z decyzją o zmianie stóp procentowych na sierpniowym posiedzeniu i przyjęcie postawy



"poczekać i obserwować", podobnie jak to uczyniły niektóre inne banki centralne. Wskazywano, że opóźnienie decyzji o podwyższeniu stóp nie będzie miało istotnego wpływu na oddziaływanie polityki pieniężnej na inflację.

Inni członkowie Rady wskazywali, że zaburzenia finansowe wpływają silnie na gospodarkę światową, gdy towarzyszy im znaczne i długotrwałe załamanie się cen na rynku akcji. Taka sytuacja miała miejsce w 2000 r., kiedy indeksy giełdowe obniżyły się istotnie m.in. na skutek spadku zaufania do rzetelności sprawozdań finansowych firm. Zdaniem tych członków obserwowane w sierpniu zaburzenia mają natomiast charakter podobny do zaburzeń w 1998 r., gdy ich źródło znajdowało się bezpośrednio na rynkach finansowych. Wówczas zaburzenia te nie miały istotnego wpływu na sytuację sektora przedsiębiorstw i nie osłabiły znacznie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Ponadto obserwowane w sierpniu br. zaburzenia na globalnym rynku finansowym nie miały wpływu na krajowy rynek finansowy. Zwracano uwagę, że niektóre banki centralne zdecydowały się na podwyższenie stóp procentowych w obliczu zaburzeń na rynkach finansowych. W opinii tych członków wstrzymywanie zaostrzania polityki pieniężnej w Polsce ze względu na zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych mogłoby sugerować, że Narodowy Bank Polski będzie w przyszłości łagodził politykę pieniężną w sytuacji problemów wynikających z podejmowania nadmiernego ryzyka przez instytucje finansowe, co mogłoby zwiększać tzw. pokusę nadużycia. Argumentowano także, że obecnie wzrost gospodarczy w Polsce jest oparty przede wszystkim na wzroście popytu krajowego, dlatego wpływ wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki na dynamikę PKB jest obecnie mniejszy niż wcześniej.

Omawiając sytuację na rynku pracy część członków Rady stwierdziła, że w II kw. br. dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce była istotnie wyższa niż przewidywano w lipcowej projekcji. Członkowie ci wskazywali, że w sektorze przedsiębiorstw szybki wzrost wynagrodzeń utrzymał się w lipcu br., co sygnalizuje, że w III kw. br. dynamika wynagrodzeń w gospodarce pozostanie wysoka. Członkowie ci argumentowali także, że przyspieszenie wzrostu płac obserwowane jest w coraz większej liczbie gałęzi przemysłu i gospodarki. Zwracano uwagę, że czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu płac będzie zapowiadane przez rząd większe niż wcześniej oczekiwano podwyższenie płacy minimalnej. Wskazywano również, że do utrzymania wysokiego wzrostu płac będzie się przyczyniał szybki i większy niż prognozowano spadek stopy bezrobocia, której poziom kształtuje się - w ocenie tych członków - poniżej stopy NAWRU. Zdaniem tych członków, utrzymanie nadmiernie szybkiego wzrostu płac w gospodarce będzie po pewnym czasie prowadzić do wzrostu inflacji. W efekcie może to pogorszyć konkurencyjność polskiego eksportu, a przez to obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie. Prowadziłoby to także do wzrostu nierównowagi w bilansie płatniczym, co przyczyniałoby się do wzrostu ryzyka makroekonomicznego kraju.

Inni członkowie wskazywali, że mimo szybkiego wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w lipcu obniżyła się istotnie dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle, a zatem nie utrwaliło się pogorszenie relacji płac do wydajności w tym sektorze. Ponadto, członkowie ci zwracali uwagę, że w ostatnich latach wzrost płac w przemyśle był niższy niż wzrost wydajności. Po pewnym czasie musiało więc nastąpić odwrócenie się tych tendencji, w wyniku czego obecnie obserwuje się wzrost płac przewyższający wzrost wydajności. Argumentowano, że wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy będzie ograniczony w czasie, bo w pewnym momencie wpłynie negatywnie na wyniki finansowe firm. Zwracano uwagę, że w I poł. 2007 r. przedsiębiorstwa osiągnęły rekordowo wysokie wyniki finansowe, a udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem pozostaje na stabilnym i niskim poziomie, co sygnalizuje, że przedsiębiorstwa nie muszą podnosić cen w reakcji na przyspieszenie

wzrostu płac. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w 2006 r. i na początku 2007 r. dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce była wyższa niż inflacja, a mimo to wzrost inflacji był umiarkowany. Dodatkowo członkowie ci wskazywali, że na tle sąsiadujących z Polską krajów znajdujących się na podobnym poziomie rozwoju skumulowany wzrost płac w przemyśle przetwórczym od 2002 r. był w Polsce znacząco niższy, natomiast wzrost wydajności był znacząco wyższy niż w tych krajach. Argumentowano, że do wzrostu wydajności w Polsce przyczynią się dynamicznie rosnące inwestycje. Dodatkowo, zwracano uwagę, że zgodnie z badaniami NBP dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce liczona na podstawie danych BAEL może być zawyżona ze względu na trudności z uwzględnieniem w BAEL skutków zwiększonej migracji polskich pracowników za granicę.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w Polsce część członków Rady zwracała uwagę, że tempo wzrostu PKB w Polsce obniża się, co potwierdzają dane makroekonomiczne oraz wyniki badań koniunktury. Ponadto wskazywali oni, że wysoka dynamika inwestycji oraz restrukturyzacja zachodząca w przedsiębiorstwach przyczyniają się do wzrostu potencjalnego PKB, co będzie ograniczało presję inflacyjną. Wskazywali oni także, że zgodnie z lipcową projekcją na początku 2009 r. tempo wzrostu potencjalnego PKB może przekroczyć tempo wzrostu rzeczywistego PKB, co zmniejszyłoby proinflacyjne oddziaływanie szybkiego wzrostu gospodarczego.

Inni członkowie wskazywali, że popyt krajowy rośnie szybciej niż PKB, w związku z czym zwiększa się deficyt na rachunku obrotów bieżących. Ich zdaniem deficyt ten pozostaje na razie umiarkowany, ale jego wzrost sprawia, że będzie się on stawał istotnym czynnikiem wpływającym na perspektywy inflacji. Argumentowano, że dane statystyczne za lipiec br. wskazują, że w III kw. utrzyma się prawdopodobnie szybki wzrost popytu krajowego i pogłębianie deficytu na rachunku obrotów bieżących. W ocenie tych członków, w kierunku utrzymania szybkiego wzrostu popytu konsumpcyjnego oddziałuje - oprócz dynamicznie rosnącego funduszu płac - szybki wzrost kredytu konsumpcyjnego, który mimo dwóch podwyżek stóp procentowych nadal przyspiesza.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat kształtowania się cen żywności. Wskazywano, że mimo obserwowanych w Polsce dobrych zbiorów, rosną ceny zbóż, które mają duży wpływ na ogólny poziom cen żywności. Zwracano również uwagę, że nieoczekiwanie rosną ceny innych produktów spożywczych oraz że wzrosło ryzyko szybszego wzrostu cen żywności na rynkach światowych.

Członkowie Rady poświęcili wiele uwagi sytuacji finansów publicznych. Zwracano uwagę, że obecnie obserwowana jest korzystna sytuacja tego sektora. Wskazywano jednak, że zapowiadane zmiany sposobu waloryzacji rent i emerytur uzależniające jej skalę dodatkowo od wzrostu wynagrodzeń skutkować będą wzrostem wydatków publicznych i popytu konsumpcyjnego. Argumentowano również, że przedłużenie okresu obowiązywania dotychczasowych zasad przechodzenia na wcześniejszą emeryturę może nadal przyczyniać się do dezaktywizacji części siły roboczej, a przez to może negatywnie oddziaływać na produkt potencjalny i jednocześnie zwiększać dynamikę płac. Ponadto, zdaniem części członków Rady także obniżenie składki rentowej w sytuacji braku ograniczenia wydatków publicznych, będzie zwiększało zagregowany popyt. Uznano, że zapowiadane zmiany w finansach publicznych - o ile zostaną wprowadzone - będą oddziaływały w kierunku wzrostu deficytu sektora finansów publicznych, wzrostu popytu krajowego i inflacji.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat kształtowania się kursu złotego. W tym kontekście wskazywano zarówno na oddziaływanie czynników fundamentalnych, jak i

tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym m.in. na kształtowanie się salda na rachunku obrotów bieżących, przepływy kapitału portfelowego oraz inwestycji bezpośrednich, a także wzrost niepewności związanej z prawdopodobnymi wyborami parlamentarnymi w Polsce.

W ocenie Rady, w warunkach zwiększonej niepewności związanej z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych bilans czynników wpływających na przyszłą inflację wskazywał na konieczność zaostrzenia polityki pieniężnej. Przemawiała za tym ocena perspektyw inflacji dokonana na podstawie danych makroekonomicznych oraz lipcowej projekcji inflacji. Istotnym argumentem za podwyższeniem stóp procentowych były też podjęte w ostatnim okresie decyzje zmniejszające dochody i zwiększające wydatki sektora finansów publicznych, które mogą prowadzić do pogorszenia równowagi finansów publicznych i w średnim okresie skutkować dodatkową presją inflacyjną.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada podwyższyła stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 26 września 2007 r.**

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: wpływie zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na perspektywy wzrostu gospodarczego, sytuacji na rynku pracy w Polsce, nierównowadze zewnętrznej oraz sytuacji finansów publicznych. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Członkowie Rady poświęcili wiele uwagi sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych oraz dyskutowali na temat wpływu zwiększonej niepewności na perspektywy wzrostu w gospodarce światowej i polskiej. Część uczestników dyskusji zwracała uwagę, że polskiemu sektorowi finansowemu nie grożą zaburzenia podobne do tych, jakie w sierpniu i wrześniu br. miały miejsce na rynkach Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej. Wskazywali oni, że w Polsce, w odróżnieniu od Stanów Zjednoczonych, kredytów hipotecznych udzielają wyłącznie instytucje objęte nadzorem bankowym, oraz, że krajowy rynek nie oferuje tak skomplikowanych instrumentów finansowych, jak te dostępne na rynkach, na których wystąpiły zaburzenia.

Inni uczestnicy dyskusji wskazywali, że zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych wykroczyły poza amerykański rynek kredytów subprime, czego przykładem były problemy na niemieckim i brytyjskim rynku finansowym. Wskazywali oni również, że jeśli problemy na amerykańskim rynku nieruchomości się pogłębią, to taka sytuacja w połączeniu z aprecjacją euro może stać się przyczyną osłabienia wzrostu w strefie euro. Oceniali oni również, że zwiększona niepewność może utrzymać się przez kilka najbliższych miesięcy, gdyż niezbędne dostosowanie struktury aktywów i pasywów międzynarodowych instytucji finansowych będzie następowało stopniowo. Wskazywano także, że w obliczu zaburzeń część banków centralnych zdecydowała się na złagodzenie lub wstrzymanie dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, przyjmując postawę wyczekiwania i obserwacji rozwoju sytuacji zarówno na rynkach finansowych, jak i w realnej sferze gospodarki.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że na skutek zaburzeń na globalnych rynkach finansowych zostały obniżone prognozy wzrostu gospodarczego dla Stanów Zjednoczonych, zaś w Europie odnotowano spadek wskaźników koniunktury. Argumentowano, że jeśli wzrost gospodarczy w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki będzie niższy niż wcześniej oceniano, wówczas można oczekiwać obniżenia dynamiki eksportu Polski, a przez to niższego wzrostu gospodarczego i niższej presji inflacyjnej. Wskazywano ponadto, że dynamika PKB zbliża się do dynamiki produktu potencjalnego, zaś struktura wzrostu gospodarczego jest nadal bardzo korzystna z punktu widzenia perspektywy inflacji dzięki zwiększonej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw.

Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek aktywności gospodarczej w Europie nie musi prowadzić do obniżenia dynamiki eksportu Polski, gdyż w przeszłości w okresie niskiego wzrostu gospodarczego kraje Europy Zachodniej - szczególnie Niemcy, na które przypada znaczna część polskiego eksportu - zgłaszały zwiększone zapotrzebowanie na relatywnie tanie produkty z Polski. W ocenie tych członków bieżące dane wskazują, że gospodarka polska jest nadal w okresie szybkiego wzrostu, zaś luka popytowa jest dodatnia, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej.

Dyskutując o stabilności sektora finansowego, część uczestników dyskusji wskazywała, że finansowanie gospodarki w Polsce jest w większym stopniu oparte na rynku bankowym, niż na rynku kapitałowym, zaś w strukturze własności banków dominuje kapitał zagraniczny. Wskazywano, że nie można wykluczyć, iż ewentualne problemy międzynarodowych instytucji finansowych powiązanych kapitałowo z polskimi bankami wpłyną na kondycję polskiego sektora finansowego. W tym kontekście zwrócono uwagę na problem wydzielenia nadzoru bankowego z banku centralnego, co w przypadku zaburzeń na rynku finansowym może utrudnić koordynację działań banku centralnego i nadzoru bankowego.

Część uczestników dyskusji zwracała także uwagę na wysoką dynamikę kredytów dla gospodarstw domowych, a także na wzrost udziału kredytów konsumpcyjnych w kredytach dla gospodarstw domowych ogółem. W ocenie tych uczestników, szybki wzrost akcji kredytowej połączony z łagodzeniem warunków udzielania kredytów może prowadzić do pogorszenia portfela kredytowego banków, co może stanowić dodatkowe - obok ryzyk płynących z międzynarodowych rynków finansowych - zagrożenie dla stabilności systemu finansowego w Polsce. Ponadto, wysoka dynamika kredytów wskazuje, że wzrost popytu krajowego może być szybszy niż wzrost potencjalnego PKB, co zwiększałoby presję inflacyjną. Zdaniem tych uczestników, polityka pieniężna powinna przeciwdziałać nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wysoka dynamika kredytów nie musi prowadzić do pogorszenia jakości portfela kredytowego banków, gdyż jest ona skutkiem poprawy zdolności kredytowej gospodarstw domowych, związanej ze wzrostem ich dochodu do dyspozycji, wzrostem zatrudnienia i spadkiem bezrobocia.

W trakcie posiedzenia wskazywano, że w sierpniu inflacja w ujęciu rocznym ukształtowała się wyraźnie poniżej celu. Niektórzy członkowie podkreślali, że spadek inflacji w sierpniu był głębszy niż prognozowano. Inni członkowie wskazywali, że obniżenie inflacji było związane z obniżką cen usług internetowych w tym miesiącu i że efekty tej obniżki wygasną na początku 2008 r. Zwracano także uwagę na rosnącą dynamikę cen żywności. Dyskutowano również na temat ewentualnego wpływu corocznej, planowanej na początek 2008 r. zmiany koszyka będącego podstawą do obliczania inflacji na wskaźnik CPI.

Omawiając sytuację na rynku pracy wskazywano, że pogarsza się relacja między dynamiką wynagrodzeń i dynamiką wydajności pracy. Część członków Rady wskazywała, że wzrost

jednostkowych kosztów pracy, a zatem i kosztów przedsiębiorstw, może prowadzić do pogorszenia ich rentowności oraz spadku międzynarodowej konkurencyjności gospodarki. Członkowie ci wskazywali, że tempo wzrostu płac w Polsce jest bardzo wysokie w porównaniu z większością krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Zdaniem tych członków Rady, w najbliższej przyszłości nie należy oczekiwać obniżenia dynamiki płac, gdyż mimo wciąż relatywnie wysokiej stopy bezrobocia rejestrowanego w Polsce przedsiębiorstwa mają coraz większe trudności z pozyskaniem pracowników. Członkowie ci oceniali, że dane z rynku pracy sygnalizują narastanie presji inflacyjnej w polskiej gospodarce. Argumentowali oni także, że nawet w sytuacji spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce dynamika wynagrodzeń może utrzymać się na wysokim poziomie, oddziałując w kierunku wzrostu inflacji.

Inni członkowie Rady byli zdania, że wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy nie będzie trwały, ponieważ po pewnym czasie wpłynie negatywnie na wyniki finansowe firm. Zwracano uwagę, że udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem pozostaje na niskim i stabilnym poziomie, w związku z czym przedsiębiorstwa nie muszą podnosić cen w reakcji na przyspieszenie wzrostu płac. Wskazywano, że w przedsiębiorstwach w ostatnich latach zachodziły intensywne procesy restrukturyzacyjne, które przyczyniły się do obserwowanej poprawy wyników finansowych i płynności finansowej tego sektora. Dodatkowo wskazywano, że na tle sąsiadujących z Polską krajów znajdujących się na podobnym poziomie rozwoju skumulowany wzrost płac w ostatnich latach był w Polsce znacząco niższy. Zwracano też uwagę, że szybki wzrost jednostkowych kosztów pracy w gospodarce nie prowadził dotychczas do znaczącego wzrostu inflacji. Do przyczyn tego stanu rzeczy zaliczono dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, pozwalające im absorbować rosnące koszty wynagrodzeń, silną konkurencję cenową związaną z procesem globalizacji oraz zwiększoną elastyczność podaży, wynikającą z obniżenia kosztów uruchamiania nowych mocy wytwórczych. Wskazywano, że w kierunku ograniczania presji inflacyjnej oddziałuje także wzrost oszczędności krajowych (o czym świadczy napływ środków do funduszy inwestycyjnych), wzrost importu przyczyniający się do zwiększenia deficytu obrotów bieżących, a także aprecjacja złotego.

Członkowie Rady dyskutowali także o bilansie płatniczym Polski. Zwracano uwagę na to, że przyjęta na posiedzeniu Prognoza bilansu płatniczego Rzeczypospolitej Polskiej na 2008 r. wskazuje na narastanie nierównowagi zewnętrznej Polski. Podkreślano, że istnienie umiarkowanego deficytu w obrotach bieżących jest typowe dla gospodarek znajdujących się w okresie realnej konwergencji, jednak niepokojące jest, że prognozowana relacja tego deficytu do PKB szybko rośnie. Wskazywano, że w razie dalszego pogarszania się relacji między dynamiką płac a dynamiką wydajności pracy międzynarodowa konkurencyjność polskiej gospodarki ulegnie pogorszeniu, co będzie oddziaływało w kierunku narastania nierównowagi zewnętrznej. Inni członkowie Rady oceniali, że wzrost tego deficytu w najbliższej przyszłości nie będzie znacząco zwiększać ryzyka makroekonomicznego polskiej gospodarki, gdyż globalizacja umożliwia finansowanie większych niż w przeszłości deficytów w obrotach bieżących, a członkostwo Polski w Unii Europejskiej istotnie przyczynia się do ograniczenia ryzyka kraju.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja finansów publicznych. Część członków Rady wskazywała, że mimo przyspieszonych wyborów parlamentarnych i związanego z tym wzrostu niektórych wydatków budżetu w 2008 r., utrzymana została tzw. kotwica budżetowa. Inni członkowie oceniali jednak, że wydatki całego sektora finansów publicznych wzrosły znacząco w 2007 r., zaś ich struktura została usztywniona. Podkreślano również, że wprowadzone ostatnio zmiany w finansach publicznych będą pogarszały sytuację tego sektora nie tylko w roku 2008, lecz przede wszystkim w latach następnych. Dodatkowo

wskazywano na możliwość znaczącego pogorszenia sytuacji sektora finansów publicznych w przypadku spowolnienia gospodarczego.

Członkowie Rady byli zgodni, iż obecnie trudno ocenić, jak długo utrzyma się zwiększona niepewność na międzynarodowych rynkach finansowych oraz, jaki będzie jej wpływ na realną sferę światowej, a w konsekwencji także polskiej gospodarki. Uznali też, że należy szczególnie uważnie analizować napływające w najbliższej przyszłości dane, zarówno te dotyczące gospodarki krajowej, jak i te napływające z rynków międzynarodowych. Rada uznała, że w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego obniżyło się w pewnym stopniu wskutek dokonanego wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej, dzięki czemu zmiana stóp procentowych nie była na bieżącym posiedzeniu konieczna.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 31 października 2007 r.**

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, kształtowaniu się kursu walutowego i cen żywności oraz perspektywach wzrostu gospodarczego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji.

Dyskutując o zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że nadal utrzymuje się znaczna niepewność co do oceny skutków zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych dla perspektyw wzrostu i inflacji w gospodarce światowej i polskiej. Zwracano uwagę, że obniżone zostały prognozy wzrostu gospodarczego dla Stanów Zjednoczonych oraz - w mniejszym stopniu - dla strefy euro, a także, że nastroje konsumentów i producentów w strefie euro są mniej optymistyczne. Wskazywano, że w przeszłości, w okresie niskiego wzrostu gospodarczego kraje Europy Zachodniej zgłaszały zwiększone zapotrzebowanie na relatywnie tanie produkty z Polski. Jednakże odnotowana w ostatnim czasie aprecjacja złotego może spowodować spadek eksportu na skutek pogorszenia się konkurencyjności polskich produktów. W efekcie obniżenie wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych przełożyłoby się na osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce. Zwracano także uwagę, że w obliczu zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych część banków centralnych zdecydowała się na złagodzenie lub wstrzymanie dalszego zacieśniania polityki pieniężnej mimo rosnącej presji inflacyjnej.

Część członków Rady argumentowała, że konsekwencje zaburzeń na amerykańskim rynku nieruchomości dla wzrostu gospodarczego mogą okazać się mniejsze niż oczekiwano, ze względu na utrzymywanie się na stabilnym poziomie wartości netto majątku amerykańskich gospodarstw domowych. Uczestnicy dyskusji zwracali także uwagę, że sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych do pewnego stopnia ustabilizowała się. Wskazywano, że mimo utrzymującej się niepewności co do skali wpływu zaburzeń na wzrost w gospodarce światowej niektóre banki centralne w ostatnim okresie podwyższyły stopy procentowe, na co wpłynął obserwowany w tamtych gospodarkach wzrost presji inflacyjnej. Dodatkowo argumentowano, że jednym z czynników, które przyczyniły się do

obserwowanych ostatnio zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych była prowadzona wcześniej przez główne banki centralne łagodna polityka pieniężna.

Członkowie Rady wiele uwagi poświęcili problematyce kursu złotego. W tym kontekście wskazywano zarówno na oddziaływanie czynników fundamentalnych, jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych. Część członków Rady zwracała także uwagę na możliwy wpływ wyniku wyborów parlamentarnych w Polsce na kształtowanie się kursu walutowego. Wskazywano, że od ostatniego posiedzenia Rady nastąpiło umocnienie kursu złotego. Część członków Rady argumentowała, że aprecjacja złotego ograniczy tempo wzrostu cen. Członkowie ci zwracali uwagę, że w Polsce, tak jak w innych małych otwartych gospodarkach, zmiany kursu walutowego są istotnym czynnikiem wpływającym na sytuację gospodarczą i inflację. Inni członkowie wskazywali natomiast, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, część członków Rady zwracała uwagę, że średni dwunastomiesięczny wskaźnik HICP dla Polski brany pod uwagę do oceny stopnia spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht rośnie systematycznie od końca 2006 r. Wskazywano równocześnie, że istnieje znaczące ryzyko, że w perspektywie kilku kwartałów Polska przestanie spełniać kryterium inflacyjne z Maastricht. Inni członkowie podkreślali, że inflacja netto utrzymuje się na niskim i stabilnym poziomie, a wzrost inflacji CPI we wrześniu br. wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen żywności, który jest niezależny od polityki pieniężnej.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu było również kształtowanie się cen żywności. Wzrost tych cen może utrzymać się w dłuższej perspektywie, ponieważ wynika on w dużej mierze z czynników strukturalnych związanych ze wzrostem popytu na żywność w krajach rozwijających się. Jednocześnie wskazywano, że w Polsce żywność stanowi nadal dużą część koszyka konsumpcyjnego gospodarstw domowych. W efekcie znaczny wzrost cen tej grupy produktów może spowodować podwyższenie oczekiwań inflacyjnych i, co za tym idzie, dalszy wzrost presji płacowej. Jednakże niektórzy członkowie argumentowali, że ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy związanych ze wzrostem cen żywności nie jest duże, ponieważ trudno oczekiwać dalszego przyspieszenia wzrostu płac w obliczu pojawienia się symptomów osłabienia wzrostu gospodarczego.

Omawiając oddziaływanie czynników globalnych na perspektywy inflacji część członków Rady stwierdziła, że inflacja jest nadal ograniczana przez spadek cen towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Należy jednak oczekiwać coraz większej presji na wzrost cen związanej ze wzrostem popytu ze strony tych krajów, co jest już widoczne na rynku żywności oraz surowców. Oznacza to, że kierunek wpływu czynników globalizacyjnych na inflację może ulec odwróceniu. Inni członkowie zwracali uwagę, że w obliczu wzrostu popytu może nastąpić zwiększenie produkcji żywności, co będzie ograniczało presję na wzrost cen. Członkowie ci wskazywali, że obecnie trudno ocenić łączny wpływ czynników globalizacyjnych na inflację w przyszłości.

Członkowie Rady dyskutowali o sytuacji na rynku pracy. Część członków wskazywała, że obserwowany obecnie szybki wzrost płac związany jest z trwałymi czynnikami, takimi jak niedobory siły roboczej o odpowiednich kwalifikacjach oraz proces konwergencji płac w Polsce do poziomu wyżej rozwiniętych krajów UE. Zwracano uwagę, że dodatkowo presję płacową mogą zwiększać ewentualne efekty drugiej rundy związane ze wzrostem cen żywności. Uczestnicy dyskusji podkreślali, że nadal silny wpływ na dynamikę płac ma zwiększona emigracja siły roboczej do krajów UE. Część członków Rady oceniała natomiast, że główna fala emigracji prawdopodobnie już minęła, a przedsiębiorstwa zaczynają

przystosowywać się do zmian na rynku pracy. Członkowie ci argumentowali także, że wyniki badań przedsiębiorstw wskazują, że stosunkowo niewielka część przedsiębiorstw zamierza podnosić płace, a dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. nieco się obniżyła. Podkreślano również, że wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy będzie ograniczony w czasie, bo obniżająca się dynamika produkcji i sprzedaży przedsiębiorstw ograniczy możliwość podnoszenia płac. Dodatkowo, zwracano uwagę, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce liczona na podstawie danych BAEL może być zawyżona.

Odnosząc się do problematyki wzrostu gospodarczego w Polsce zaznaczono, że w październiku br. GUS zrewidował w dół dane o wzroście PKB w pierwszej połowie 2007 r. Ponadto, zwrócono uwagę, że dane makroekonomiczne za wrzesień br. wskazują na osłabienie wzrostu gospodarczego (odnotowano obniżenie dynamik produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, podaży pieniądza oraz kredytu dla gospodarstw domowych). Część członków argumentowała jednak, że z ostatnich danych nie wynika, że nastąpi znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, które zmniejszyłoby presję inflacyjną, bo nie zmieniły się znacząco trendy tych kategorii makroekonomicznych. Ponadto, zaznaczono, że obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego było oczekiwane i jest uwzględnione w październikowej projekcji inflacji.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były również perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji z modelu ECMOD. Część członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z centralną ścieżką projekcji w 2009 r. inflacja CPI oraz inflacja bazowa netto przekroczą górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Ponadto wskazywali oni, że projekcja nie uwzględnia w pełni ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny. Wskazywano, że prognozowane obniżenie się dynamiki wynagrodzeń jest mało prawdopodobne przy nadal silnym wzroście popytu i obniżającej się stopie bezrobocia, która w ich opinii, kształtuje się poniżej stopy NAWRU. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że ze względu na procykliczność wydajności pracy trudno oczekiwać wzrostu jej dynamiki przy prognozowanym obniżeniu dynamiki PKB. W efekcie argumentowali oni, że dynamika jednostkowych kosztów pracy może być wyższa niż uwzględniono w projekcji. Wskazywano również, że w projekcji prognozowane jest znaczne przyspieszenie tempa wzrostu potencjalnego PKB, które jest szybsze niż sugerują to doświadczenia innych krajów. Ponadto zwracano uwagę, że projekcja nie w pełni uwzględnia ryzyka trwałego wzrostu dynamiki cen żywności oraz ryzyka efektów drugiej rundy. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że w punkcie startowym projekcji uwzględniono słabszy niż obserwowany poziom kursu złotego i jednocześnie prognozowane jest osłabienie nominalnego kursu w horyzoncie projekcji. Argumentowano, że jeśli poziom kursu złotego utrzyma się na obecnym poziomie, inflacja może być znacząco niższa niż w projekcji.

Odnosząc się do sytuacji w finansach publicznych, część członków Rady zwracała uwagę na to, że w 2007 r. deficyt budżetowy powinien być istotnie niższy od zaplanowanego i jednocześnie obniży się jego relacja do PKB wobec poprzedniego roku. Wskazano, że w 2008 r. relacja deficytu do PKB nie powinna się zwiększyć, a możliwe jest nawet jej zmniejszenie. Część uczestników dyskusji argumentowała jednak, że w 2008 r. zwiększy się strukturalny deficyt sektora finansów publicznych, co oznacza, że oddziaływanie polityki fiskalnej na gospodarkę będzie procykliczne.

W wyniku przeprowadzonej dyskusji, część członków uznała, że ocena perspektyw inflacji dokonana na podstawie październikowej projekcji inflacji z modelu ECMOD oraz czynników nieuwzględnionych w projekcji wskazuje, że prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji jest znaczące i uzasadnia podwyższenie stóp



procentowych na październikowym posiedzeniu. Inni członkowie uznali natomiast, że występująca w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego ogranicza ryzyko wzrostu inflacji i że dla perspektyw inflacji istotny będzie dalszy rozwój sytuacji na rynku walutowym. Zwracali oni również uwagę na symptomy osłabienia gospodarczego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 28 listopada 2007 r.**

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, kształtowaniu się bieżącej inflacji, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz perspektywach finansów publicznych w 2008 r. i w latach następnych. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Dyskutując o zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że obniżane są prognozy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej oraz że istnieje ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie, co może zmniejszyć dynamikę polskiego eksportu oraz napływ inwestycji bezpośrednich i w efekcie obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywano jednak, że w przeszłości, w okresie niskiego wzrostu gospodarczego niektóre kraje Europy Zachodniej zgłaszały zwiększone zapotrzebowanie na relatywnie tanie produkty z Polski, przez co trudno ocenić wpływ spowolnienia gospodarczego na świecie na wzrost gospodarczy w Polsce. Ponadto zwracano uwagę, że obecnie wzrost PKB jest przede wszystkim oparty na wzroście popytu wewnętrznego (konsumpcji i inwestycji).

Część członków Rady zwracała uwagę, że w obliczu pogorszenia sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych i pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego oczekiwane jest łagodzenie polityki pieniężnej przez największe banki centralne. Inni członkowie Rady wskazywali, że banki centralne, które nie podnoszą stóp procentowych lub obniżają je mimo rosnącej inflacji, to właśnie banki krajów bezpośrednio dotkniętych przez zaburzenia na rynkach finansowych.

W tym kontekście zwracano uwagę, że obserwowane do niedawna niskie stopy procentowe doprowadziły do powstania nadmiaru globalnej płynności, która nie była odzwierciedlona w inflacji cen konsumpcyjnych, natomiast doprowadziła do znacznego wzrostu cen aktywów. Od dwóch lat ceny na światowych rynkach niektórych aktywów obniżały się, w związku z czym obecnie trudno ocenić, w jakim kierunku będzie przemieszczać się nadmiar płynności.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w Polsce w kolejnych latach, część członków Rady zwracała uwagę, że tempo wzrostu PKB będzie się w kolejnych latach stopniowo obniżać, co będzie zmniejszało presję popytową. Ponadto, szybki wzrost inwestycji przedsiębiorstw, na który wskazują dane za pierwsze trzy kwartały 2007 r., będzie sprzyjał wzrostowi produktu potencjalnego. Oba te czynniki będą oddziaływać w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali, że dane za październik

dotyczące produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej nie sygnalizują osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Zwracano uwagę, że do utrzymania wysokiej dynamiki popytu krajowego przyczynia się szybki wzrost wynagrodzeń oraz bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw. Ponadto, zdaniem tych członków, mimo iż dynamika PKB prawdopodobnie obniży się w najbliższych latach, pozostanie nadal na stosunkowo wysokim poziomie.

Omawiając sytuację na rynku pracy zwracano uwagę, że wysoka dynamika płac prowadzi do znacznego wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Wskazywano, że wzrost płac w gospodarce w III kw. br. był wyższy niż oczekiwano w październikowej projekcji. Ponadto na utrzymanie wysokiej dynamiki płac w gospodarce wskazują rekordowe dane o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw w październiku, a także nadal obniżająca się stopa bezrobocia. Część członków Rady zwracała uwagę, że mogą narastać różnice płacowe między sektorem prywatnym i publicznym, które będą powodować przepływ wykwalifikowanych pracowników z sektora publicznego do prywatnego i zwiększać presję na wzrost płac w sektorze publicznym. Uczestnicy dyskusji wskazywali również, że ze względu na wysoką dynamikę płac w III kw. br. po raz pierwszy od dłuższego czasu wzrost kosztów wynagrodzeń był wyższy niż dynamika przychodów przedsiębiorstw, co może sygnalizować, że tendencja spadku udziału kosztów pracy w przychodach odwróciła się.

Zdaniem innych członków Rady wzrost jednostkowych kosztów pracy nie przekłada się dotychczas na wzrost presji inflacyjnej ze względu na wysokie zyski przedsiębiorstw. Ponadto, można oczekiwać obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej ze względu na oczekiwane przyspieszenie wydajności pracy związane z szybko rosnącymi inwestycjami. Zwracano również uwagę, że ewentualne spowolnienie gospodarki światowej, w tym gospodarek krajów Europy Zachodniej, może doprowadzić do zmniejszenia skali emigracji polskich pracowników, co ograniczyłoby presję na wzrost wynagrodzeń.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, zwrócono uwagę, że po długim okresie kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego, w październiku roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych przekroczyło cel inflacyjny, który wynosi 2,5%. Część członków Rady wskazywała, że wzrost inflacji CPI w październiku wynikał w znacznym stopniu z silnego wzrostu cen żywności oraz paliw, natomiast inflacja bazowa netto pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Członkowie ci wskazywali, że obecnie trudno ocenić, czy czynniki, które doprowadziły do wzrostu inflacji będą mieć trwały charakter. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że od poprzedniego miesiąca wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, a wzrost inflacji bazowej netto był znaczący na tle zmian tego wskaźnika w okresie ostatniego roku. Ich zdaniem sygnalizuje to, że narastająca od pewnego okresu presja inflacyjna zaczyna znajdować odzwierciedlenie w dynamice cen.

Rada dyskutowała na temat przydatności wskaźnika inflacji bazowej netto jako miary służącej do oceny presji inflacyjnej. Zdaniem części członków Rady, badania empiryczne dla Stanów Zjednoczonych wskazują, że inflacja bazowa jest miarą, która dobrze odzwierciedla trend poziomu cen. Inni członkowie wskazywali natomiast, że w Stanach Zjednoczonych w ciągu ostatnich dziesięciu lat inflacja bazowa netto była przeciętnie niższa od inflacji CPI, a zatem nie w pełni odzwierciedlała zmiany cen konsumpcyjnych.

Dyskutując o przyszłej inflacji, część członków Rady wskazywała, że tempo wzrostu cen w najbliższych kwartałach jest już w pewnym stopniu zdeterminowane. Zdaniem tych członków inflacja będzie przejściowo podwyższona, co będzie wynikać głównie - podobnie jak w wielu innych krajach - ze wzrostu cen żywności i paliw, a więc czynników pozostających poza

wpływem polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że październikowa projekcja inflacji wskazuje na utrzymywanie się wysokiej presji inflacyjnej w całym horyzoncie projekcji m.in. ze względu na wzrost popytu krajowego przekraczający dynamikę PKB oraz wzrost płac szybszy niż wzrost wydajności pracy.

Uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że wzrost inflacji, szczególnie gdy jest spowodowany silnym wzrostem cen żywności i paliw, które istotnie wpływają na percepcję inflacji przez konsumentów, może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i zwiększyć presję na wzrost płac. Ryzyko wtórnych efektów wzrostu bieżącej inflacji jest większe niż w 2004 r. ze względu na napiętą sytuację na rynku pracy, w tym znacznie niższy poziom bezrobocia. Z drugiej strony zwracano jednak uwagę, że obecnie ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy jest znacznie mniejsze niż w czasach wstrząsów naftowych w latach 70.

Na posiedzeniu dyskutowano także na temat wzrostu cen żywności na rynkach światowych, który zwiększa obecnie inflację zarówno w Polsce, jak i w większości innych krajów. Część uczestników dyskusji oceniała, że podwyższona dynamika cen żywności może się utrzymać w dłuższym okresie. Jednocześnie argumentowano, że wzrost cen żywności będzie oznaczać zmianę cen względnych oraz zwiększenie wydatków gospodarstw domowych na żywność. W efekcie może nastąpić zmniejszenie popytu na inne dobra, co ograniczyłoby wzrost ogólnego poziomu cen. Inni członkowie Rady wskazywali, że wzrost cen żywności na rynkach międzynarodowych może być przejściowy i wynikać z negatywnych szoków podażowych. W kontekście dynamiki cen żywności dyskutowano również na temat ewentualnego podwyższenia stawek VAT na żywność nieprzetworzoną i usługi gastronomiczne w 2008 r. i jego wpływu na inflację.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom finansów publicznych. Zwracano uwagę, że ze względu na niski stopień realizacji deficytu budżetowego do końca października br. i jednocześnie podtrzymanie zapowiedzi realizacji tegorocznego deficytu na przewidywanym poziomie, istnieje ryzyko znacznego skumulowania wydatków publicznych w ostatnich dwóch miesiącach 2007 r. co oddziaływałoby w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Ponadto wskazywano, że z jednej strony pojawiły się zapowiedzi obniżek podatków, z drugiej natomiast wzrost płac w sferze budżetowej prawdopodobnie będzie wyższy niż uwzględniono w projekcie ustawy budżetowej na 2008 r. Dodatkowo wskazywano, że niektóre ustawy uchwalone przez parlament przed jego rozwiązaniem mogą zwiększać nierównowagę finansów publicznych przez wiele najbliższych lat.

Omawiając problematykę kursu walutowego wskazywano, że od września br. umocnił się istotnie kurs złotego. Z jednej strony aprecjacja złotego ogranicza wpływ wysokich cen ropy na inflację w Polsce, z drugiej natomiast osłabia konkurencyjność polskiej gospodarki, powodując narastanie nierównowagi zewnętrznej. Zwracano jednak uwagę, że przedsiębiorstwa eksportujące wykorzystują w produkcji w dużym stopniu towary importowane, co ogranicza negatywny wpływ aprecjacji kursu walutowego na ich sytuację finansową. Argumentowano również, że aprecjacja złotego zmniejsza wyrażoną w złotych wartość dopłat UE do rolnictwa w Polsce oraz wartość transferów polskich emigrantów pracujących za granicą, co działa w kierunku obniżenia popytu krajowego. Wskazywano także, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie.

W wyniku przeprowadzonej dyskusji uznano, że utrzymujący się szybki wzrost popytu, napięcia na rynku pracy, znaczący wzrost bieżącej inflacji i ryzyko jego utrwalenia, a także oczekiwany do końca 2008 r. znaczący wzrost popytu ze strony finansów publicznych uzasadniają ocenę, że prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie

oddziaływania polityki pieniężnej jest znaczące, co wymaga podwyższenia stóp procentowych na listopadowym posiedzeniu.

Złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, a stopa redyskonta weksli 5,25%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 19 grudnia 2007 r.**

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

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

Odnosząc się do bieżącej inflacji, analizowano przyczyny tego, że w listopadzie roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych ukształtowało się powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, oraz przekroczyło górną granicę odchyień od celu, która określona jest na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wzrost inflacji CPI w listopadzie wynikał w dużym stopniu z przyspieszenia dynamiki cen żywności oraz paliw, zaś inflacja bazowa netto wzrosła nieznacznie i pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Zdaniem części członków Rady, niska inflacja bazowa netto wskazuje na niską presję inflacyjną wynikającą z czynników popytowych. Jednocześnie podkreślano, że wysokie tempo wzrostu cen żywności i paliw oraz wynikający z tego wzrost inflacji CPI są związane ze zjawiskami globalnymi, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Z kolei niektórzy uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że utrzymuje się wzrost cen niektórych usług oraz zmniejsza się deflacyjne oddziaływanie spadku cen dóbr importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania.

Omawiając kształtowanie się cen żywności, Rada dyskutowała o trwałości ich podwyższonej dynamiki. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wysokie tempo wzrostu cen żywności jest zjawiskiem przejściowym, gdyż wynika w dużej mierze z szoków podażowych na globalnych rynkach. Wskazywano również, że do ukształtowania się cen części surowców rolnych na wysokim poziomie mogła przyczynić się spekulacja instytucji finansowych na rynkach terminowych oraz, że pojawiają się już sygnały spadku cen niektórych surowców rolnych. Inni uczestnicy dyskusji oceniali, że wysoka dynamika cen żywności może utrzymać się w dłuższym okresie, ponieważ jest w znacznym stopniu determinowana trwałym wzrostem światowego popytu na żywność, zaś niedobory podaży w skali globalnej mogą występować częściej niż dotychczas m.in. ze względu na zmiany klimatyczne. Dyskutowano także o możliwym wpływie zniesienia rosyjskiego embarga na polski eksport żywności na dynamikę cen żywności w Polsce.

Część uczestników dyskusji oceniała, że prognozowany wzrost inflacji bazowej netto oraz nadal wysoka dynamika cen żywności i paliw sprawia, że pod koniec 2008 r. inflacja CPI będzie nadal kształtować się powyżej celu inflacyjnego. Jednocześnie wskazywali oni, że ze względu na specyficzny charakter szoków powodujących wzrost cen inflacja CPI może przez dłuższy czas utrzymywać się powyżej inflacji bazowej netto. Wskazywano również, że istnieje niepewność co do skali zapowiadanych podwyżek cen energii i gazu w 2008 r. Inni

członkowie Rady wskazywali, że przyszła inflacja może być niższa niż przewiduje październikowa projekcja ze względu na wyższy od uwzględnianego w projekcji poziom kursu złotego.

Zwracano uwagę, że mimo iż Polska w listopadzie 2007 r. nadal spełniała kryterium inflacyjne z Maastricht, wzrost inflacji może stwarzać ryzyko przekroczenia przez inflację wartości referencyjnej w nadchodzącym okresie.

Część członków Rady wskazywała, że wzrost bieżącej inflacji CPI może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Podkreślali oni, że ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych jest szczególnie wysokie, gdy wzrost inflacji wynika z silnego wzrostu cen żywności, a więc dóbr często nabywanych i mających duży udział w koszyku CPI. Zwracano uwagę, że wzrost oczekiwań inflacyjnych może zwiększyć presję na wzrost płac. Ponadto część uczestników dyskusji wskazywała, że wzrost bieżącej inflacji - inaczej niż w 2004 r. - następuje w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego oraz napięć na rynku pracy, co zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu oczekiwań inflacyjnych i pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy. Zdaniem innych członków Rady ryzyko efektów drugiej rundy jest umiarkowane ze względu na zmiany instytucjonalne, które zaszły na rynkach pracy w Polsce i w innych krajach.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na wyższy niż oczekiwano w październikowej projekcji wzrost płac w gospodarce w III kw. 2007 r., bardzo wysoką dynamikę wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie oraz utrzymujące się żądania znaczących podwyżek płac w sektorze publicznym. Zwracano uwagę, że wzrost płac pozostaje wyższy od wzrostu wydajności pracy, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Część uczestników dyskusji wskazywała, że wysoka dynamika płac w gospodarce utrzyma się także w nadchodzących miesiącach ze względu na niedobór pracowników na krajowym rynku pracy, a także, że płace będą rosły szybciej niż założono w październikowej projekcji inflacji. Uczestnicy ci oceniali, że spowoduje to dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, co będzie prowadziło do pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw i zmniejszenia inwestycji w gospodarce. Zdaniem tych uczestników, napięcia na rynku pracy, odzwierciedlone w szybkim spadku stopy bezrobocia, oraz wzrost bieżącej inflacji sprawiają, iż ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy jest wyższe niż w 2004 r. Ponadto oceniali oni, że skala emigracji zarobkowej nie zmniejszy się znacząco w najbliższych latach ze względu na wciąż duże różnice w poziomie dochodów między Polską a krajami Europy Zachodniej.

Inni członkowie Rady byli zdania, że mogą wystąpić czynniki, które będą ograniczały dynamikę wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy. Uważali oni, że wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw może być hamowany przez obawy o pogorszenie wyników finansowych. Członkowie ci wskazywali także, że znaczące podwyżki płac w sektorze publicznym są mało prawdopodobne, gdyż nie przewidziano ich w projekcie ustawy budżetowej na 2008 r. Zwracano również uwagę, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce poza rolnictwem w III kw. 2007 r. była niższa niż zakładano w październikowej projekcji. Ponadto wskazywano, że stopa bezrobocia w Polsce jest nadal wyższa niż w innych krajach, a napięcia na rynku pracy mogą się wkrótce zmniejszyć, ponieważ wzrost wynagrodzeń w kraju oraz aprecjacja złotego powinny doprowadzić do zmniejszenia skali emigracji polskich pracowników.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dynamika PKB w III kw. 2007 r. była wyższa od zakładanej w październikowej projekcji, a wzrost gospodarczy w IV kw. utrzymał się prawdopodobnie na

wysokim poziomie. Ponadto wskazywano, że w kierunku utrzymania wzrostu popytu będzie oddziaływać szybki wzrost kredytów. Inni członkowie Rady wskazywali, że oczekiwane jest spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie, co może zmniejszyć dynamikę polskiego eksportu oraz napływ inwestycji bezpośrednich i w efekcie obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo wysokiej dynamiki PKB oraz wynagrodzeń struktura wzrostu PKB nie wskazuje na wzrost presji popytowej: spożycie ogółem, spożycie indywidualne oraz import rosły w III kw. 2007 r. wolniej niż zakładano w projekcji, natomiast eksport rósł szybciej niż prognozowano. Podkreślano także, że szybszy od założonego w projekcji wzrost inwestycji w III kw. 2007 r. wskazuje na możliwość szybszego wzrostu produktu potencjalnego i osłabienia presji inflacyjnej w średnim okresie.

Rada poświęciła wiele uwagi ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce. Część członków Rady wskazywała, że podwyżki stóp procentowych NBP w 2007 r. w połączeniu z umocnieniem kursu złotego sprawiły, że restrykcyjność polityki pieniężnej utrzymuje się na wysokim poziomie. Członkowie ci wskazywali ponadto, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu. Inni uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że poziom realnej stopy procentowej obniżył się w 2007 r. ze względu na to, że inflacja CPI wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp procentowych. Argumentowali oni, że różnice w poziomie realnych stóp procentowych między krajami wynikają m.in. z różnic w poziomie naturalnej stopy procentowej. Uczestnicy ci wskazywali również, że przy ocenie zmian stopnia restrykcyjności polityki monetarnej należy uwzględnić aprecjację realnego kursu równowagi, związaną z procesem konwergencji. Wskazywano także, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie.

Część członków Rady wskazywała, że w ostatnim okresie część banków centralnych na świecie obniżyła stopy procentowe. Inni członkowie zwracali uwagę, że obniżki stóp miały miejsce głównie w krajach bezpośrednio dotkniętych zaburzeniami na rynkach finansowych oraz, że niektóre banki zaostrzyły politykę pieniężną w tym czasie.

Większość członków Rady oceniała, że wysoka bieżąca inflacja i związane z tym ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych, a także napięcia na rynku pracy stanowią istotne czynniki ryzyka dla stabilności cen. Część członków Rady była zdania, że przeciwdziałanie wzrostowi inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej wymaga podwyższenia stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu. Członkowie ci argumentowali, że procesy globalizacji doprowadziły w ostatnich latach do obniżenia siły oddziaływania polityki pieniężnej na krajową inflację, wobec czego reakcja banków centralnych na rosnącą presję inflacyjną powinna być odpowiednio silniejsza. Oceniali oni, że podniesienie stóp procentowych nie powinno przyczynić się do znaczącego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, natomiast pozwoli ustabilizować je na poziomie potencjalnego tempa wzrostu.

Inni członkowie Rady wskazywali, że trudno jest oszacować siłę inercji procesów inflacyjnych. Zwracali oni także uwagę, że zacieśnianie polityki pieniężnej zwiększy dysparytet stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi. Mogłoby to zwiększyć napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku aprecjacji kursu złotego, co osłabiłoby konkurencyjność polskiej gospodarki i spowodowało dalsze narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że dotychczasowe tempo zacieśniania polityki pieniężnej jest wystarczające z punktu widzenia stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. Argumentowano, że na grudniowym posiedzeniu Rada dysponowała mniejszą niż zwykle

ilością informacji na temat procesów gospodarczych, a pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na wysokim poziomie będzie możliwa na kolejnym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, a stopa redyskonta weksli 5,25%.

**Załącznik nr 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami w 2007 r.**

data	przedmiot wniosku lub uchwały	decyzja RPP	wyniki głosowania Członków Rady
28.02.2007	wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner <b>Przeciw:</b> S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński A. Wojtyna
28.03.2007	wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że wniosek nie przeszedł	<b>Za:</b> D. Filar M. Noga A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz
24.04.2007	uchwała w sprawie przyjęcia <i>Rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego</i> sporządzonego na dzień 31 grudnia 2007 r.		<b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna



25.04.2007	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<p><b>Za:</b> J. Czekaj D. Filar M. Noga A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p> <p><b>Przeciw:</b> S. Skrzypek S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz</p>
16.05.2007	uchwała w sprawie przyjęcia <i>Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2006</i>		<p><b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p>
16.05.2007	uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji <i>Założeń polityki pieniężnej na rok 2006</i>		<p><b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna</p>

16.05.2007	uchwała w sprawie zatwierdzenia <i>Sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2006 r.</i>		<b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
30.05.2007	wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński
27.06.2007	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<b>Za:</b> J. Czekaj D. Filar M. Noga A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> S. Skrzypek S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz

24.07.2007	uchwała w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2007, 2008 i 2009		<b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
25.07.2007	wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner
29.08.2007	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<b>Za:</b> J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> S. Skrzypek

25.09.2007	uchwała w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych		<b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
26.09.2007	uchwała w sprawie ustalenia <i>Założeń polityki pieniężnej na rok 2008</i>		<b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
31.10.2007	wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński

27.11.2007	uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku		<b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
28.11.2007	uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim	podwyższono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	<b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna
18.12.2007	uchwała w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2008		<b>Za:</b> S. Skrzypek J. Czekaj D. Filar S. Nieckarz M. Noga S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna

19.12.2007	wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.	wniosek nie uzyskał większości głosów	<b>Za:</b> D. Filar M. Noga H. Wasilewska-Trenkner A. Wojtyna <b>Przeciw:</b> S. Skrzypek J. Czekaj S. Nieckarz S. Owsiak M. Pietrewicz A. Sławiński
------------	--	---------------------------------------	---