

Warszawa, dnia 30 maja 2020 r.

Poz. 471

**UCHWAŁA NR 8/2020  
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 28 maja 2020 r.

**w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019**

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2019 r. poz. 1810 oraz z 2020 r. poz. 568) uchwała się, co następuje:

- § 1. Przyjmuje się sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019, stanowiące załącznik do uchwały.
- § 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem podjęcia.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *A. Glapiński*

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: *G. Ancyparowicz, E. Gatnar, Ł. Hardt, C. Kochalski, J. Kropiwnicki,  
E. Łon, R. Sura, K. Zubelewicz, J. Żyżyński*

Załącznik do uchwały nr 8/2020 Rady Polityki  
Pieniężnej z dnia 28 maja 2020 r. (poz. 471)

**NBP**

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

Warszawa, maj 2020 r.

Przedkładając sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej, Rada Polityki Pieniężnej wypełnia zobowiązanie zawarte w art. 227 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej do złożenia Sejmowi sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w ciągu 5 miesięcy od zakończenia roku budżetowego. Zgodnie z art. 53 ustawy o Narodowym Banku Polskim sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej jest ogłaszane w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski”. Sprawozdanie prezentuje główne elementy realizowanej strategii polityki pieniężnej, opis uwarunkowań makroekonomicznych i decyzji podejmowanych w zakresie polityki pieniężnej w roku objętym sprawozdaniem, a także opis stosowanych instrumentów polityki pieniężnej.

Do *Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019* dołączono załączniki, w których przedstawiono wybrane dane makroekonomiczne i finansowe, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* i *Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami* w roku objętym sprawozdaniem.

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

---

## Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2019 r.....	5
2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2019 r.....	7
3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2019 r. ....	12
Załącznik 1. Wybrane dane makroekonomiczne i finansowe.....	17
Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej .....	21
Załącznik 3. Wyniki głosowań członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami ...	57

# 1. Strategia polityki pieniężnej w 2019 r.

W 2019 r. Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Rada”, prowadziła politykę pieniężną zgodnie z *Załoženiami polityki pieniężnej na rok 2019* przyjętymi we wrześniu 2018 r. Podobnie jak w poprzednich latach głównym celem polityki pieniężnej było utrzymanie stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego. W ten sposób Rada realizowała podstawowe zobowiązania Narodowego Banku Polskiego zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. poz. 483, z późn. zm.) oraz w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2019 r. poz. 1810 oraz z 2020 r. poz. 568). Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa o Narodowym Banku Polskim, zwanym dalej „NBP”, w art. 3 ust. 1 stanowi, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Rada dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię średniookresowego celu inflacyjnego. Od 2004 r. Rada realizuje średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punkt procentowy. W państwach, w których realizowana jest strategia celu inflacyjnego, inflacja jest przeciętnie niższa niż w pozostałych krajach.

Od 2004 r. do końca 2019 r. przeciętny poziom inflacji w Polsce wynosił 2,0% rocznie, a więc był zbliżony do 2,5% i mieścił się w symetrycznym przedziale odchyień, choć w niektórych latach dynamika cen znajdowała się poza tym przedziałem. Również tempo wzrostu gospodarczego było w ostatnich latach stosunkowo stabilne i zbliżone do długookresowego trendu, a w gospodarce nie narastały nierównowagi makroekonomiczne. Wskazuje to na skuteczność strategii celu inflacyjnego w zapewnieniu długookresowej stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Średniookresowy charakter celu oznacza, że ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe inflacja może okresowo kształtować się powyżej lub poniżej celu, w tym również poza określonym przedziałem odchyień od celu. Reakcja polityki pieniężnej na szoki jest elastyczna i zależy od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne. W przypadku odchylenia się inflacji od celu Rada w sposób elastyczny określa oczekiwane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej lub finansowej.

Realizowana przez Radę strategia polityki pieniężnej zakłada elastyczność w zakresie stosowanych instrumentów. Oznacza to, że instrumentarium NBP może być dostosowywane do natury występujących w gospodarce zaburzeń. Elastyczne kształtowanie instrumentów polityki pieniężnej sprzyja efektywnemu działaniu mechanizmu transmisji oraz stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Podjmując decyzje w zakresie polityki pieniężnej, Rada bierze pod uwagę opóźnienia, z jakimi zmiany parametrów polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych do zaobserwowania jej najsilniejszego

wpływu na wielkości realne (m.in. produkcję i zatrudnienie) oraz inflację, wynosi kilka kwartałów i może zmieniać się w czasie. Ponadto polityka pieniężna prowadzona jest w warunkach niepewności, dotyczącej szczególnie przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej.

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wskazują, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymania równowagi w gospodarce, która z kolei sprzyja utrzymaniu stabilności cen w długim okresie. Zagrożeniem dla stabilności cen w długim okresie są zwłaszcza nierównowagi w sektorze finansowym. Mając to na uwadze, Rada prowadzi politykę pieniężną w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu stabilności systemu finansowego i ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów (zwłaszcza cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej. W warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych najważniejszą rolę w ograniczaniu nierównowag makroekonomicznych powinna pełnić polityka makroostrożnościowa. Wywierając selektywny wpływ na kształtowanie się agregatów kredytowych, umożliwia ona stabilizowanie akcji kredytowej, przy mniejszych kosztach dla wzrostu gospodarczego niż polityka pieniężna.

Oprócz polityki pieniężnej i makroostrożnościowej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej pełni także polityka fiskalna. W celu zachowania stabilności makroekonomicznej niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewnia długookresową stabilność finansów publicznych.

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

## 2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2019 r.

Polityka pieniężna w Polsce w 2019 r. była prowadzona w warunkach relatywnie niskiego tempa wzrostu gospodarczego na świecie, w szczególności w strefie euro. Towarzyszyło temu wyraźne obniżenie dynamiki handlu światowego i osłabienie aktywności w sektorze przemysłowym. Jednocześnie inflacja na świecie pozostała umiarkowana, a w strefie euro – niska, kształtując się w tej gospodarce wyraźnie poniżej 2%. Pod koniec 2019 r. dynamika cen w wielu gospodarkach, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, istotnie się zwiększyła. Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu cen żywności związanego w znacznej mierze z rosnącymi cenami mięsa wieprzowego pod wpływem epidemii afrykańskiego pomoru świń (ASF), głównie w Chinach.

W warunkach umiarkowanej inflacji i relatywnie niskiego tempa wzrostu gospodarczego główne banki centralne w I połowie 2019 r. łagodziły retorykę dotyczącą polityki pieniężnej, a w II połowie roku luzowały politykę pieniężną. W szczególności Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (zwana dalej „Fed”) obniżyła stopy procentowe oraz rozpoczęła skup bonów skarbowych i uruchomiła dodatkowe operacje repo, a Europejski Bank Centralny (EBC) obniżył stopę depozytową głębiej poniżej zera i wznowił program skupu aktywów. W tych warunkach w gospodarkach rozwiniętych rentowności długoterminowych obligacji obniżyły się, a indeksy cen akcji wzrosły, osiągając na części rynków rozwiniętych najwyższe poziomy w historii.

W Polsce koniunktura w 2019 r. była dobra, choć tempo wzrostu PKB było niższe niż w poprzednim roku (4,1% w 2019 r. wobec 5,3% w 2018 r.). Głównym czynnikiem wzrostu pozostała rosnąca konsumpcja – wspierana przez wzrost zatrudnienia i płac, niskie bezrobocie, a także dobre nastroje konsumentów i wypłaty świadczeń socjalnych – choć pod koniec roku jej dynamika obniżyła się. Towarzyszył temu dalszy wzrost inwestycji, chociaż dynamika nakładów brutto na środki trwałe w 2019 r. była nieco niższa niż w 2018 r. Przyczynił się do tego spadek inwestycji publicznych wynikający przede wszystkim ze spadku wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego, po ich silnym wzroście w 2018 r. związanym m.in. z realizacją licznych projektów inwestycyjnych przed wyborami samorządowymi. Jednocześnie skala spowolnienia wzrostu nakładów na środki trwałe była ograniczana przez wyraźne przyspieszenie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w warunkach wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych i nadal dobrej koniunktury w przemyśle. Dodatni wkład do wzrostu PKB w 2019 r. miało również saldo obrotów z zagranicą, co wynikało z mniejszej skali spowolnienia eksportu – mimo osłabionej koniunktury w najbliższym otoczeniu Polski – niż importu.

Dynamika cen konsumpcyjnych w 2019 r. wyniosła średniorocznie 2,3%, a więc była zgodna z średniookresowym celem inflacyjnym (2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punkt procentowy). Towarzyszyła temu umiarkowana inflacja bazowa. Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł w 2019 r. średniorocznie 2,0%.

Jednocześnie w gospodarce nie narastały nierównowagi makroekonomiczne. W szczególności, dynamika kredytu dla sektora niefinansowego w 2019 r. ukształtowała się poniżej dynamiki

nominalnego PKB (dynamika kredytu wyniosła 5,8%, a dynamika nominalnego PKB 7,2%). W konsekwencji zadłużenie sektora niefinansowego z tytułu kredytów w relacji do PKB obniżyło się. Ponadto w 2019 r. wzrosła nadwyżka w handlu, podobnie jak dodatnie łączne saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. W efekcie obniżyło się zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB. W tych warunkach kurs złotego był relatywnie stabilny.

Wobec powyższych uwarunkowań Rada utrzymywała w 2019 r. stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Stabilizacja stóp procentowych NBP wspierała utrzymanie stabilności cen, a także sprzyjała utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwalała zachować równowagę makroekonomiczną.

W 2019 r., podobnie jak w poprzednich latach, ważnym elementem prowadzonej polityki pieniężnej była komunikacja z otoczeniem polegająca na przedstawianiu przez Radę informacji o podejmowanych decyzjach wraz z oceną przebiegu procesów gospodarczych wpływającą na te decyzje. Do najważniejszych instrumentów komunikacji polityki pieniężnej w 2019 r. należały publikowane cyklicznie: *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* (oraz towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniach Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*<sup>1</sup>, *Raporty o inflacji*, a także *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018* i *Założenia polityki pieniężnej na rok 2020*.

Poniżej przedstawiono najważniejsze uwarunkowania decyzji Rady w 2019 r. w podziale na półrocza.

W I połowie 2019 r. dynamika PKB w wielu gospodarkach na świecie pozostała relatywnie niska. Jednocześnie utrzymywała się niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury, częściowo związana ze zmianami w polityce handlowej największych państw. W tych uwarunkowaniach aktywność w światowym przemyśle osłabiła się, natomiast koniunktura w sektorze usług pozostała korzystna. W strefie euro, w tym w Niemczech, w I połowie ub.r. utrzymała się obniżona dynamika aktywności gospodarczej. W kierunku spowolnienia wzrostu PKB oddziaływała słaba koniunktura w sektorze przemysłowym. Natomiast stabilizująco na tempo wzrostu gospodarczego wpływał utrzymujący się wzrost popytu konsumpcyjnego, wspierany przez rosnące zatrudnienie i płace oraz spadek obciążeń podatkowych i wzrost transferów publicznych dla gospodarstw domowych w części głównych gospodarek strefy euro. Korzystne uwarunkowania dla wzrostu konsumpcji sprzyjały utrzymaniu się dobrej sytuacji w sektorze usług. Z kolei w Stanach Zjednoczonych koniunktura w I połowie 2019 r. pozostawała dobra w związku z korzystną – z punktu widzenia pracowników – sytuacją na rynku pracy. Natomiast w Chinach w I połowie 2019 r. – pomimo przejściowej stabilizacji dynamiki PKB w I kw. ub.r. związanej z ekspansywną polityką gospodarczą – wzrost aktywności gospodarczej stopniowo spowalniał.

W I połowie 2019 r. dynamika cen w gospodarce światowej kształtowała się nadal na umiarkowanym poziomie, mimo wyraźnego wzrostu cen części produktów żywnościowych. W szczególności wyraźnie wzrosły ceny mięsa wieprzowego, co wynikało z rozprzestrzeniania się epidemii afrykańskiego pomoru świń (ASF) istotnie ograniczającej podaż wieprzowiny na świecie. Z kolei ceny ropy naftowej

---

<sup>1</sup> W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*, stanowiących Załącznik 2. niniejszego *Sprawozdania*, znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które wpływały na decyzje Rady dotyczące poziomu stóp procentowych podejmowane na poszczególnych posiedzeniach w 2019 r.

na rynkach światowych – mimo wzrostu w pierwszych miesiącach ubiegłego roku – były niższe niż w I półroczu 2018 r. Umiarkowana dynamika cen w gospodarce globalnej wynikała z utrzymującej się niskiej inflacji w części gospodarek rozwiniętych, przy szybszym wzroście cen w gospodarkach wschodzących. Niska inflacja utrzymywała się w szczególności w strefie euro, gdzie w I połowie 2019 r. inflacja HICP wyniosła 1,4%, a inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych) 1,0%.

Wobec utrzymywania się relatywnie niskiej dynamiki PKB i umiarkowanej inflacji w wielu krajach w I połowie 2019 r. główne banki centralne złagodziły retorykę dotyczącą ich polityki pieniężnej. EBC utrzymywał stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także reinwestował w całości raty kapitałowe z papierów wartościowych zakupionych w ramach programu skupu aktywów. Jednocześnie EBC wydłużył sygnalizowany okres utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. Z kolei Fed – po podwyżkach stóp procentowych w 2018 r. – w I połowie 2019 r. stabilizował stopy procentowe i sygnalizował możliwość ich obniżenia. Fed ograniczył przy tym tempo zmniejszania swojej sumy bilansowej i zapowiedział zakończenie tego procesu w II połowie 2019 r.

Złagodzenie retoryki przez główne banki centralne w I połowie 2019 r. oddziaływało w kierunku spadku rentowności obligacji skarbowych na świecie, w tym w Polsce, a także sprzyjało wyraźnemu wzrostowi cen akcji w gospodarkach rozwiniętych po ich spadku pod koniec 2018 r. Jednocześnie kursy walut wielu gospodarek wschodzących, w tym złotego, były relatywnie stabilne względem dolara.

W Polsce w I połowie 2019 r. utrzymywała się dobra koniunktura, choć tempo wzrostu było niższe niż w poprzednich kwartałach (dynamika PKB w I połowie 2019 r. wyniosła 4,7% r/r). Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyjała rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Utrzymującym się wzrostowi zatrudnienia towarzyszył dalszy spadek stopy bezrobocia, która kształtowała się na historycznie niskim poziomie. Ważnym czynnikiem wzrostu PKB były również rosnące inwestycje, zwłaszcza przedsiębiorstw, czemu sprzyjało utrzymywanie się silnego popytu krajowego w warunkach wysokiego wykorzystania zdolności wytwórczych. Jednocześnie ograniczająco na skalę inwestycji przedsiębiorstw mogło oddziaływać pogorszenie się nastrojów firm przetwórstwa przemysłowego i podwyższona niepewność dotycząca dalszego wzrostu aktywności w tym sektorze. Dodatni wkład do dynamiki PKB miał także eksport netto, choć w warunkach obniżonego tempa wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki wzrost obrotów w handlu zagranicznym spowolnił. Jednocześnie dzięki ożywieniu sprzedaży zagranicznej do krajów spoza strefy euro, dynamika eksportu obniżyła się w mniejszym stopniu niż dynamika importu. Sprzyjało to utrzymaniu się dodatniego salda na rachunku obrotów bieżących (w relacji do PKB). Dodatkowo było także łączne saldo obrotów bieżących i kapitałowych, co wskazywało na wysoki stopień równowagi zewnętrznej. Brak było także wyraźnych sygnałów narastania nierównowag wewnętrznych: dynamika kredytu dla sektora niefinansowego pozostawała zbliżona – choć nieco niższa – do tempa wzrostu nominalnego PKB. W I połowie 2019 r. głównym źródłem niepewności dla krajowej koniunktury była skala i trwałość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski oraz siła jego przełożenia na polską gospodarkę.

W Polsce w I połowie 2019 r. dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych stopniowo rosła z niskiego poziomu notowanego na początku ub.r. i w czerwcu wyniosła 2,6%, tj. była bardzo zbliżona do 2,5%. W kierunku zwiększenia się inflacji w tym okresie oddziaływał przede wszystkim wzrost cen żywności,

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

głównie mięsa wieprzowego – pod wpływem rozprzestrzeniania się epidemii afrykańskiego pomoru świń (ASF) na świecie – i warzyw ze względu na suszę. Jednocześnie stopniowo rosła inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii; 1,4% średnio w I połowie 2019 r.), podwyższana przez wzrost dynamiki cen usług w warunkach utrzymującej się korzystnej sytuacji polskich konsumentów.

Wobec powyższych uwarunkowań, w szczególności utrzymywania się dobrej koniunktury przy umiarkowanej dynamice cen oraz braku nierównowag makroekonomicznych, w I połowie 2019 r. Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Za taką decyzją przemawiały także prognozy, w tym marcowa projekcja inflacji i PKB, które wskazywały na stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach następujące w warunkach nadal umiarkowanej inflacji, która w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej miała się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego.

W II połowie 2019 r. dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostała niska, czemu towarzyszyło pogorszenie perspektyw globalnej koniunktury. W strefie euro koniunktura w przemyśle pozostała słaba, a pod koniec roku w sektorze usługowym pojawiły się sygnały pogorszenia nastrojów. Szczególnie niekorzystna sytuacja utrzymywała się w Niemczech, gdzie spadkowi produkcji przemysłowej w II połowie 2019 r. towarzyszyły sygnały spowolnienia wzrostu aktywności w sektorze usługowym i spadek dynamiki zatrudnienia. W Stanach Zjednoczonych koniunktura była wciąż relatywnie dobra na tle innych gospodarek rozwiniętych, jednak w II połowie 2019 r. tempo wzrostu aktywności gospodarczej – podobnie jak w Chinach – nieco obniżyło się względem I połowy roku.

Wobec utrzymującej się osłabionej koniunktury w wielu gospodarkach, inflacja na świecie w II połowie 2019 r. pozostała umiarkowana, mimo dalszego wzrostu cen części produktów żywnościowych, w tym wieprzowiny w wyniku rozprzestrzeniania się epidemii ASF. W strefie euro inflacja HICP w II połowie roku utrzymała się na niskim poziomie (średni 1,0%), mimo nieznacznego wzrostu inflacji bazowej pod koniec roku (w II połowie 2019 r. wyniosła średnio 1,1%).

Pogorszenie perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego skłoniło główne banki centralne do poluzowania polityki pieniężnej w II połowie 2019 r. EBC obniżył stopę depozytową do bardziej ujemnego poziomu (-0,50%), wznowił program skupu aktywów finansowych i ponownie wydłużył zapowiadany okres utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. Jednocześnie Fed w II połowie 2019 r. trzykrotnie obniżył stopy procentowe (przedział dla stopy *fed funds* został obniżony w sumie o 0,75 pkt proc. do 1,50-1,75%) oraz – w reakcji na zaburzenia na amerykańskim rynku pieniężnym – rozpoczął skup bonów skarbowych i uruchomił dodatkowe operacje repo.

Poluzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne sprzyjało dalszemu wzrostowi cen akcji, które na części rynków rozwiniętych osiągnęły najwyższe poziomy w historii. Towarzyszyła temu stabilizacja rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w wielu gospodarkach, w tym w Polsce, na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie kursy walut gospodarek wschodzących, w tym złotego, względem dolara amerykańskiego pozostały relatywnie stabilne.

W Polsce w II połowie 2019 r. utrzymywała się dobra koniunktura, chociaż dynamika PKB obniżyła się w ślad za spowolnieniem wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki (dynamika PKB w Polsce w II połowie 2019 r. wyniosła 3,6%). Głównym czynnikiem wzrostu w dalszym ciągu był popyt konsumpcyjny, nadal wspierany przez korzystną sytuację pracowników na rynku pracy, dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Przy czym realna dynamika konsumpcji w IV kw.

niecو się obniżyła, do czego mogło się przyczynić pewne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych oraz wyższa niż na początku 2019 r. dynamika cen. Towarzyszyło temu nieznaczne obniżenie się dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przy relatywnie stabilnej dynamice wynagrodzeń nominalnych. W II połowie 2019 r. nadal rosły również inwestycje, choć tempo tego wzrostu obniżyło się. Przyczynił się do tego spadek inwestycji publicznych wynikający przede wszystkim ze spadku wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego, po ich silnym wzroście w 2018 r. związanym m.in. z realizacją licznych projektów inwestycyjnych przed wyborami samorządowymi. Jednocześnie nadal rosły inwestycje przedsiębiorstw. Dynamika kredytu dla sektora niefinansowego pozostała relatywnie stabilna i ukształtowała się poniżej tempa wzrostu nominalnego PKB, w związku z czym relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego do PKB obniżyła się do około 50%.

W warunkach osłabienia w handlu światowym, ponownie obniżyła się dynamika polskiego importu i eksportu. Przy czym dzięki dywersyfikacji geograficznej odbiorców polskich produktów, dynamika eksportu pozostała wyższa niż importu i zwiększył się dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB. W efekcie saldo na rachunku obrotów bieżących pozostało dodatnie. Jednocześnie utrzymywała się niepewność dotycząca siły i trwałości wpływu spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski na krajową koniunkturę.

Przez większość II połowy 2019 r. dynamika cen w Polsce kształtowała się w pobliżu 2,5% (średnio w II połowie 2019 r. inflacja wyniosła 2,8%). W grudniu inflacja wzrosła do 3,4%, co wynikało głównie z oddziaływania czynników podażowych i regulacyjnych. Wzrost dynamiki cen był więc w znacznej mierze skutkiem czynników poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej, których wpływ na inflację był oceniany jako przejściowy. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała w szczególności ograniczona podaż mięsa wieprzowego na świecie związana z rozszerzaniem się epidemii ASF, przekładająca się na wyższą dynamikę cen żywności nieprzetworzonej. W grudniu wzrosła również roczna dynamika cen paliw, co wynikało z tzw. efektu bazy (odzwierciedlającego wyraźny spadek cen ropy na rynkach światowych pod koniec 2018 r. i ich stabilizację w II połowie 2019 r.). Jednocześnie wzrosła także dynamika cen usług administrowanych, w tym opłat za wywóz śmieci, co – wraz z nadal dobrą koniunkturą w kraju – przyczyniło się do zwiększenia się inflacji bazowej (w grudniu inflacja bazowa wyniosła 3,1%, a w II połowie roku średnio 2,5%).

Biorąc pod uwagę informacje napływające w II połowie 2019 r., Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. W ocenie Rady za stabilizacją stóp procentowych przemawiało utrzymywanie się korzystnej koniunktury, przy podwyższonej niepewności dotyczącej skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Jednocześnie inflacja przez większość analizowanego okresu kształtowała się na umiarkowanym poziomie, a jej wzrost w grudniu ub.r. oraz jej prognozowane utrzymanie się na podwyższonym poziomie w I kw. wynikało z czynników podażowych i regulacyjnych, tj. znajdujących się poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Ponadto prognozy wskazywały, że po wygaśnięciu wpływu tych czynników inflacja obniży się i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej ukształtuje się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP.

### 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2019 r.

W 2019 r. NBP wykorzystywał zestaw instrumentów przyjęty przez Radę Polityki Pieniężnej w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2019*.

#### **Płynność sektora bankowego w 2019 r.**

W 2019 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach nadpłynności sektora bankowego<sup>2</sup>. Jej średni poziom w roku wyniósł 81 518 mln zł<sup>3</sup> i był niższy w porównaniu do 2018 r. o 8 648 mln zł, tj. o 9,6%.

Średni poziom nadpłynności w grudniu 2019 r. wyniósł 86 330 mln zł i był o 295 mln zł (tj. o 0,3%) niższy niż w grudniu 2018 r.

Największy wpływ na kształtowanie płynności sektora bankowego w 2019 r. miały zmiany w poziomie pieniądza gotówkowego w obiegu oraz transakcje, w ramach których Ministerstwo Finansów sprzedawało NBP waluty obce. Pierwszy z wyżej wymienionych czynników przyczynił się do spadku płynności sektora bankowego w ciągu roku średnio o 20 872 mln zł. Przewaga dokonywanego przez NBP skupu walut obcych nad ich sprzedażą spowodowała natomiast wzrost płynności sektora bankowego średnio o 29 933 mln zł.

#### **Stopy procentowe NBP**

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej w 2019 r. były stopy procentowe NBP.

Stopa referencyjna NBP, określając rentowność operacji otwartego rynku, wpływała na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

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

#### **Operacje otwartego rynku**

W 2019 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej było dążenie do kształtowania stawki POLONIA<sup>4</sup> w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Głównym instrumentem służącym realizacji wskazanego zadania były operacje otwartego rynku, przeprowadzane z inicjatywy banku centralnego. Za ich pomocą bank centralny zarządzał płynnością sektora bankowego. Realizację celu operacyjnego polityki pieniężnej wspierały system rezerwy obowiązkowej oraz oferowane przez bank centralny operacje depozytowo-kredytowe.

---

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

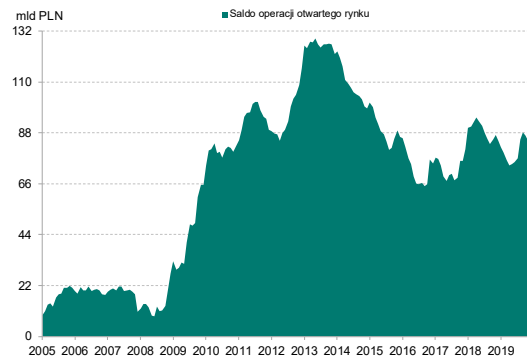
<sup>3</sup> W okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

<sup>4</sup> Stawka POLONIA (*Polish Overnight Index Average*) wyznaczana jest jako średnia (ważona wolumenem poszczególnych transakcji) oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych zawartych na termin O/N w danym dniu roboczym do godziny 16.30.

## 3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2019 r.

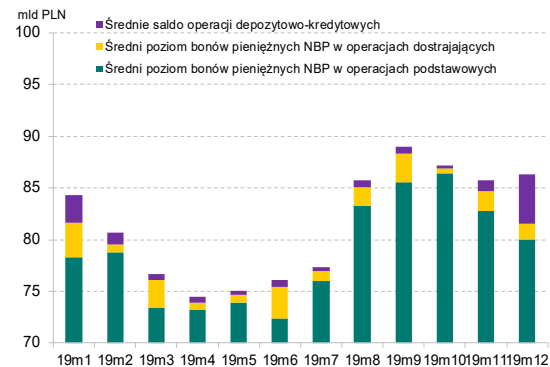
Za pomocą podstawowych operacji otwartego rynku bank centralny dążył do utrzymywania zbilansowanych warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Jednocześnie rentowności poszczególnych operacji, równe obowiązującemu w dniu ich przeprowadzania poziomowi stopy referencyjnej NBP, bezpośrednio oddziaływały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

**Wykres 1** Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 2005-2019



Źródło: dane NBP.

**Wykres 2** Instrumenty absorbujące nadpłynność w poszczególnych miesiącach w 2019 r.



Źródło: dane NBP.

Operacje podstawowe stosowane były w 2019 r. regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z reguły z 7-dniowym terminem zapadalności<sup>5</sup>. Za pomocą operacji podstawowych bank centralny absorbował większość nadpłynności utrzymującej się w sektorze bankowym. W 2019 r. średni poziom bonów pieniężnych NBP emitowanych w ramach operacji podstawowych wyniósł 78 662 mln zł i był niższy w porównaniu z 2018 r. o 8 475 mln zł.

Poza operacjami podstawowymi NBP w 2019 r. stosował również operacje dostrajające, które pełniły rolę uzupełniającą w zakresie realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Przesłanką dla ich stosowania było dążenie banku centralnego do zapewnienia na rynku międzybankowym warunków sprzyjających realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Rentowności poszczególnych operacji dostrajających były równe poziomowi stopy referencyjnej NBP i – w sposób analogiczny jak w przypadku rentowności operacji podstawowych – wpływały na cenę pieniądza na rynku międzybankowym.

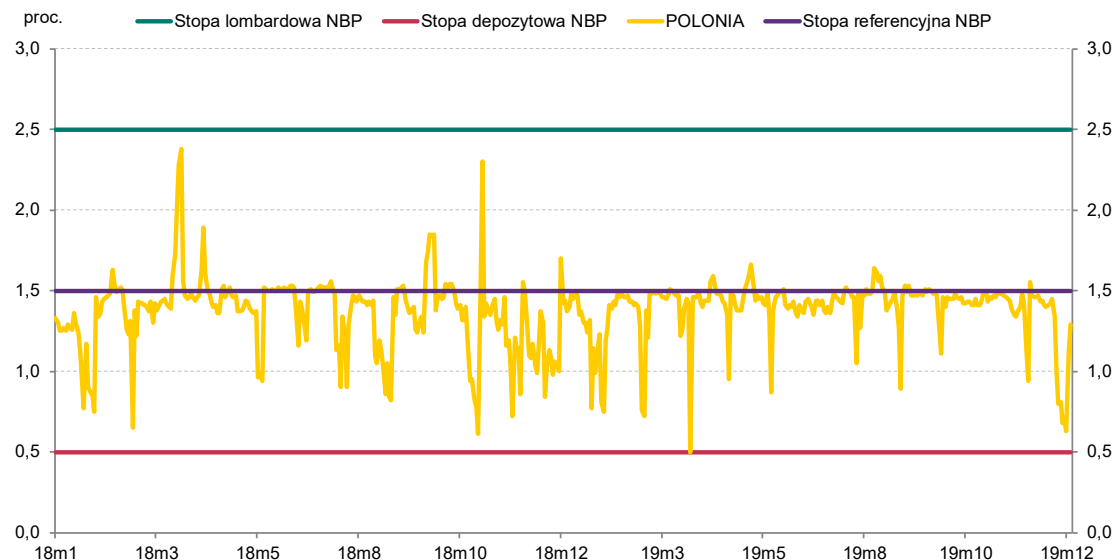
W 2019 r. NBP przeprowadził 12 operacji dostrajających w ostatnich roboczych dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Ponadto 4-krotnie bank centralny zdecydował się na zastosowanie operacji dostrajających w trakcie okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W ramach dostrajających operacji otwartego rynku emitowane były przez NBP bony pieniężne z terminami zapadalności 1-, 2- i 3-dniowymi. Średni poziom tego rodzaju operacji wyniósł w 2019 r. 1 732 mln zł i był wyższy niż w 2018 r. o 73 mln zł.

<sup>5</sup> Wyjątek stanowiły operacje przeprowadzone w dniach 26 kwietnia i 25 października (6-dniowe), a także 2 maja i 31 października (8-dniowe).

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

W 2019 r. średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP wyniosło 14 pb, w porównaniu do 21 pb odnotowanych w 2018 r.<sup>6</sup>

**Wykres 3** Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w latach 2018-2019



Źródło: dane NBP.

### Rezerwa obowiązkowa

System rezerwy obowiązkowej sprzyjał realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej, oddziałując w kierunku stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Usredniony charakter systemu rezerwy obowiązkowej stwarzał podmiotom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w poszczególnych dniach okresu rezerwowego, pod warunkiem utrzymania średniego stanu środków na rachunkach w NBP na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej. Jednocześnie obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ograniczał skalę operacji otwartego rynku NBP, przeprowadzanych w celu sterylizacji nadpłynności utrzymującej się w sektorze bankowym w 2019 r.

W 2019 r. obowiązki utrzymania rezerwy obowiązkowej podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych, oddziały banków zagranicznych działające w Polsce, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa.

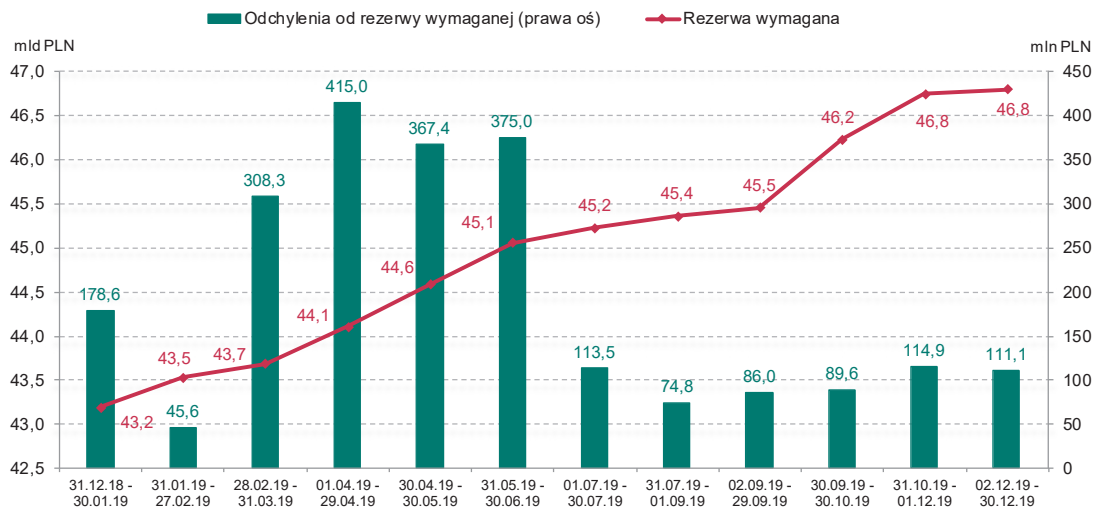
Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2019 r. wynosiła 3,5% od wszystkich zobowiązań stanowiących podstawę naliczania rezerwy, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu transakcji repo i sell-buy-back oraz środków pozyskanych co najmniej na 2 lata, w przypadku których analogiczny parametr wynosił 0,0%.

Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej w 2019 r. wynosiło 0,5%.

<sup>6</sup> Przytoczony wskaźnik obliczono jako średnie dzienne absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP (uśredniony moduł różnicy) przeliczone według bazy 365 dni.

Na dzień 31 grudnia 2019 r. wysokość rezerwy obowiązkowej ukształtowała się na poziomie 46 845 mln zł, w tym rezerwa obowiązkowa sektora bankowego wyniosła 46 630 mln zł, a rezerwa obowiązkowa spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej – 215 mln zł. Poziom rezerwy obowiązkowej ogółem był wyższy w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2018 r. o 3 651 mln zł, co oznacza wzrost o 8,5%.

**Wykres 4** Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2019 r.



Źródło: dane NBP.

Głównym czynnikiem wpływającym na zmianę wskazanej pozycji *in plus* w 2019 r. był wzrost depozytów w sektorze bankowym, od których naliczana była rezerwa obowiązkowa. W kierunku ograniczenia poziomu rezerwy obowiązkowej oddziaływało zaś zwolnienie przez Zarząd NBP z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej 4 banków komercyjnych i 2 banków spółdzielczych.

W 2019 r. we wszystkich okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej odnotowana została niewielka nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów w porównaniu z wymaganym poziomem rezerwy obowiązkowej. Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów rezerwy w 2019 r. wyniosła 190 mln zł i stanowiła 0,42% średniego poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej. Jednocześnie odnotowano 3 przypadki nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej przez 3 banki komercyjne.

#### Operacje depozytowo-kredytowe

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

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

W 2019 r., podobnie jak w latach poprzednich, banki sporadycznie korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 7,6 mln zł i była ponad 7-krotnie niższa od kwoty wykorzystania w 2018 r. (57,4 mln zł). Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego ukształtowało się na poziomie 0,02 mln zł (przy 0,2 mln zł w 2018 r.).

W 2019 r. banki złożyły lokaty terminowe w NBP ogółem w kwocie 410 477,9 mln zł (liczone za dni ich utrzymywania) i były one o 17,5% niższe w stosunku do depozytów złożonych w roku poprzednim. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 1 124,6 mln zł wobec 1 370,4 mln zł w 2018 r. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w NBP w postaci depozytu na koniec dnia w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

### **Swapy walutowe**

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

W 2019 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

### **Interwencje walutowe**

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

W 2019 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

Załącznik 1. Wybrane dane makroekonomiczne i finansowe

# Załącznik 1. Wybrane dane makroekonomiczne i finansowe

Tabela 1 PKB i jego komponenty

	2019		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019				
	Ceny bieżące (mld PLN)	proc. PKB									Roczna dynamika (w proc., ceny stałe roku poprzedniego)				
											Q1	Q2	Q3	Q4	
<b>PKB</b>	2273,6	100,0	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	4,8	4,6	4,0	3,2
<b>Popyt krajowy</b>	2154,0	94,7	4,2	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	3,0	3,3	4,7	3,3	1,3
<b>Spożycie</b>	1708,9	75,2	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,3	4,1	4,6	4,3	4,2	3,2
<b>Spożycie gospodarstw domowych</b>	1283,4	56,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	3,9	4,4	3,9	3,3
<b>Akumulacja</b>	445,1	19,6	12,8	-3,9	-5,8	12,8	4,9	-2,0	7,9	10,6	-0,7	-3,3	6,3	-0,4	-3,6
<b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>	422,8	18,6	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	11,6	8,8	4,6	6,1
<b>Eksport</b>	1267,5	55,8	7,9	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	7,0	4,7	8,5	3,6	4,9	2,0
<b>Import</b>	1148,0	50,5	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,6	2,7	5,9	3,6	3,5	-2,0
<b>Wartość dodana</b>	1998,1	87,9	5,0	1,7	1,5	3,3	3,7	3,0	4,8	5,3	4,1	4,7	4,6	4,0	3,2
<b>Przemysł</b>	501,7	22,1	7,9	2,8	0,9	4,5	3,8	3,9	2,5	5,2	4,2	6,1	4,3	3,3	3,3
<b>Budownictwo</b>	153,7	6,8	13,5	-4,0	-5,0	9,0	6,4	-8,5	6,8	11,7	3,0	8,8	4,4	3,6	-1,5
<b>Usługi rynkowe i rolnictwo</b>	1053,9	46,4	3,4	2,6	2,9	2,3	3,7	4,9	6,3	5,4	4,2	3,7	5,0	4,4	3,7
<b>Usługi nierynkowe</b>	288,8	12,7	1,1	0,1	0,9	1,7	2,0	1,3	2,4	2,0	4,0	4,2	3,8	3,7	4,3
<b>Wkład do rocznej dynamiki PKB (w pkt proc., ceny stałe roku poprzedniego)</b>															
<b>Popyt krajowy</b>	-	-	4,3	-0,5	-0,6	4,7	3,2	2,3	4,6	5,3	2,9	3,2	4,4	3,1	1,2
<b>Spożycie</b>	-	-	1,6	0,4	0,6	2,2	2,2	2,7	3,1	3,2	3,0	3,7	3,3	3,2	2,2
<b>Spożycie gospodarstw domowych</b>	-	-	2,0	0,5	0,2	1,5	1,8	2,3	2,6	2,4	2,2	2,4	2,5	2,3	1,6
<b>Akumulacja</b>	-	-	2,7	-0,9	-1,2	2,4	1,0	-0,4	1,5	2,1	-0,1	-0,5	1,1	-0,1	-1,0
<b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>	-	-	1,8	-0,4	-0,2	1,9	1,2	-1,7	0,7	1,6	1,3	1,5	1,4	0,8	1,5
<b>Eksport netto</b>	-	-	0,7	2,1	2,0	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,2	1,6	0,2	0,9	2,0
<b>Wkład do rocznej dynamiki wartości dodanej (w pkt proc., ceny stałe roku poprzedniego)</b>															
<b>Przemysł</b>	-	-	2,0	0,7	0,2	1,1	1,0	0,7	1,3	1,1	1,6	1,0	0,7	0,9	0,9
<b>Budownictwo</b>	-	-	1,1	-0,3	-0,4	0,7	0,5	-0,7	0,5	0,8	0,2	0,4	0,4	0,3	-0,1
<b>Usługi rynkowe i rolnictwo</b>	-	-	1,7	1,3	1,5	1,2	1,9	2,5	3,3	2,9	2,2	1,9	2,7	2,4	1,8
<b>Usługi nierynkowe</b>	-	-	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Usługi rynkowe i rolnictwo obejmują sekcje A, G-N i R-U klasyfikacji PKD: rolnictwo, handel, transport, zakwaterowanie i gastronomie, informację i komunikację, działalność finansową i ubezpieczeniową, obsługę rynku nieruchomości, działalność profesjonalną, naukową i techniczną, administrowanie i działalność wspierającą, kulturę, rozrywkę i rekreację, pozostałą działalność usługową, działalność gospodarstw domowych oraz organizacje i zespoły eksterytorialne.

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

## Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

Tabela 2 Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wkład głównych grup do rocznej dynamiki CPI															
	Wagi 2019 proc.	Roczna dynamika (w proc.)												średnio w 2019 r.	średnio w 2018 r.
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII		
CPI	100,0	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	2,3	1,6
Inflacja bazowa	58,9	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	2,0	0,7
Towary	31,3	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4	0,7	0,4	0,0
Usługi	27,6	1,7	2,2	2,6	3,5	3,1	3,7	4,0	4,1	4,6	4,6	5,1	5,9	3,8	1,5
<b>Żywność i napoje bezalkoholowe</b>	24,9	0,8	2,1	2,6	3,3	5,0	5,7	6,8	7,2	6,3	6,1	6,5	6,9	4,9	2,6
Przetworzona	13,6	1,6	2,2	2,5	2,2	2,7	2,8	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,8	2,5	3,0
Nieprzetworzona	11,2	0,0	2,0	2,7	4,6	7,8	9,2	11,5	12,8	10,7	10,3	11,3	12,0	7,8	2,1
Mięso	6,2	-0,2	0,4	0,6	4,1	6,2	6,0	6,7	6,8	6,8	8,0	9,2	12,8	5,6	1,7
Warzywa	2,6	8,1	15,8	16,6	16,0	22,6	27,3	32,4	34,8	23,9	16,3	16,0	12,3	19,8	4,7
Energia	16,2	0,2	0,7	1,4	2,2	0,8	0,4	-0,4	-1,1	-2,0	-2,8	-3,0	-1,2	-0,4	3,6
Nośniki energii	10,8	-1,8	-1,6	-1,3	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,4	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,4	1,6
Paliwa	5,4	4,7	5,8	7,3	8,6	4,1	3,0	0,7	-0,4	-2,7	-4,8	-5,4	0,0	1,6	7,8
<b>wg 12 grup COICOP</b>															
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,9	0,8	2,1	2,6	3,3	5,0	5,7	6,8	7,2	6,3	6,1	6,5	6,9	4,9	2,6
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,4	1,3	1,4	1,5	1,1	1,4	1,5	1,2	1,3	1,0	1,3	1,3	1,6	1,3	1,5
Odzież i obuwie	4,9	-3,0	-3,2	-2,4	-2,2	-1,9	-1,6	-1,5	-1,4	-1,2	-1,7	-1,8	-1,2	-1,9	-3,6
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	19,2	0,2	0,6	1,0	1,6	1,6	1,7	2,0	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	1,5	2,1
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,7	0,9	0,6	1,1	1,0	1,1	0,7	0,8	0,7	0,5	0,8	0,3	0,4	0,7	0,7
Zdrowie	5,1	2,6	2,6	2,9	3,0	3,1	3,1	3,7	3,6	3,9	4,0	3,1	3,2	3,2	2,0
Transport	10,3	1,9	2,5	3,5	4,8	1,7	1,4	0,3	-0,2	-1,7	-3,0	-3,4	0,5	0,7	4,2
Łączność	4,2	-4,6	-2,4	-2,5	-1,9	-2,6	-1,5	-1,1	-0,7	0,9	1,0	3,7	4,3	-0,7	-1,8
Rekreacja i kultura	6,5	1,2	1,3	1,9	2,4	2,9	3,4	3,0	2,8	2,6	2,6	3,6	3,6	2,6	1,3
Edukacja	1,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	4,4	4,7	4,6	4,6	3,6	2,4
Restauracje i hotele	6,2	3,3	3,4	3,6	3,8	4,1	4,1	4,4	4,7	5,2	5,3	5,3	5,4	4,4	3,0
Inne towary i usługi	5,6	0,9	0,4	0,7	1,5	1,2	1,4	1,9	0,7	1,3	1,7	1,5	3,2	1,4	-0,5
<b>Wkład do rocznej dynamiki CPI (w pkt proc.)</b>															
	Wagi 2019 proc.	2019												średnio w 2019 r.	średnio w 2018 r.
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII		
CPI	100,0	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	2,3	1,6
Inflacja bazowa	58,9	0,5	0,6	0,8	1,0	1,0	1,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,8	1,1	0,4
Towary	31,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0
Usługi	27,6	0,5	0,6	0,7	1,0	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,6	1,0	0,4
<b>Żywność i napoje bezalkoholowe</b>	24,9	0,2	0,5	0,7	0,8	1,3	1,4	1,7	1,8	1,6	1,5	1,6	1,7	1,2	0,6
Przetworzona	13,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4
Nieprzetworzona	11,2	0,0	0,2	0,3	0,5	0,9	1,0	1,3	1,4	1,2	1,1	1,2	1,3	0,9	0,2
Mięso	6,2	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,8	0,3	0,1
Warzywa	2,6	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,1
Energia	16,2	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	-0,1	0,6
Nośniki energii	10,8	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2
Paliwa	5,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	0,1	0,4
<b>wg 12 grup COICOP</b>															
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,9	0,2	0,5	0,7	0,8	1,3	1,4	1,7	1,8	1,6	1,5	1,6	1,7	1,2	0,6
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Odzież i obuwie	4,9	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	19,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,7	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zdrowie	5,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Transport	10,3	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	0,1	0,1	0,4
Łączność	4,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,1
Rekreacja i kultura	6,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Edukacja	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Restauracje i hotele	6,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Inne towary i usługi	5,6	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0

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

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

## Załącznik 1. Wybrane dane makroekonomiczne i finansowe

Tabela 3 Bilans płatniczy (w mln PLN)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Rachunek bieżący</b>	-81 394	-60 368	-20 923	-35 536	-10 102	-9 662	1 438	-21 711	10 623
Saldo obrotów towarowych	-54 790	-34 128	-1 345	-13 634	9 326	12 834	6 100	-20 373	10 360
Saldo usług	21 073	25 145	32 070	37 922	45 610	60 942	76 390	92 274	108 192
Saldo dochodów pierwotnych	-50 811	-50 765	-49 900	-58 249	-61 408	-77 229	-80 471	-87 523	-100 121
Saldo dochodów wtórnych	3134	-620	-1748	-1 575	-3 630	-6 209	-581	-6089	-7 808
<b>Rachunek kapitałowy</b>	30 618	35 711	37 857	41 990	42 510	19 471	25 002	44 605	45 461
<b>Rachunek finansowy</b>	-80 227	-37 276	-18 676	-19 557	2 296	6 000	-9 861	7 222	38 070
Saldo inwestycji bezpośrednich	-40 631	-19 692	-13 311	-40 728	-38 666	-16 594	-28 833	-52 881	-42 980
Saldo inwestycji portfelowych	-50 222	-64 060	-398	7639	11 865	-14 712	-17 940	15 833	47 480
Saldo pozostałych inwestycji	-7 882	18 847	-5 781	11 654	29 644	-52 724	71 720	22 549	-1 635
Pochodne instrumenty finansowe	525	-8942	-2 200	-62	-3663	762	-4256	-4 841	-4 353
Oficjalne aktywa rezerwowe	17 983	36 571	3 014	1 940	3 116	89 268	-30 552	26 562	39 558
Saldo błędów i opuszczeń	-29 451	-12 619	-35 610	-26 011	-30 112	-3 809	-36 301	-15 672	-18 014

Źródło: dane NBP.

Tabela 4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Saldo obrotów bieżących/PKB (w proc.)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,1	-1,0	0,5
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w proc.)	-3,2	-1,5	1,0	0,4	1,8	0,5	1,3	1,1	2,5
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB (w proc.)	-2,2	-0,6	1,9	1,4	3,1	4,0	4,1	3,4	5,2
Oficjalne aktywa rezerwowe (w miesiącach importu towarów i usług)	5,7	5,5	5,2	5,3	5,3	6,4	4,7	4,8	5,1
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB (w proc.)	70,7	70,2	69,8	72,7	71,8	76,4	67,0	63,8	58,4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w proc.)	-62,4	-65,3	-68,9	-69,1	-62,1	-61,6	-61,2	-55,6	-49,8

Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

Tabela 5 Agregaty monetarne (stan na koniec roku w mln PLN)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>M3</b>	881 496,3	921 412,5	978 908,2	1 059 015,3	1 154 992,6	1 265 661,7	1 324 368,6	1 446 092,6	1 565 639,8
Operacje z przyrzeczeniem odkupu	9 575,7	13 047,2	12 277,5	10 350,3	7 267,1	6 238,6	6 478,3	11 239,6	6 809,4
Emisja dłużnych papierów wartościowych z terminem pierwotnym do 2 lat (włącznie)	7 850,4	8 028,6	6 285,8	4 112,0	2 466,7	3 211,1	5 042,9	6 619,8	6 187,4
Emisja udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	324,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>M2</b>	863 745,5	900 336,7	960 344,9	1 044 552,9	1 145 258,8	1 256 211,9	1 312 847,3	1 428 233,2	1 552 642,9
Depozyty i inne zobowiązania do 2 lat włącznie	395 692,9	415 523,7	404 509,6	438 270,2	453 134,4	440 907,8	406 472,7	415 880,1	397 775,6
Gospodarstwa domowe	243 076,5	278 114,3	263 776,6	290 770,2	304 873,9	302 916,8	279 206,7	282 754,6	277 564,2
Pozostałe instytucje finansowe	26 461,3	36 466,5	34 038,2	33 350,1	30 516,0	23 243,6	22 189,7	24 488,8	26 219,3
Przedsiębiorstwa niefinansowe	113 821,1	88 526,2	94 028,7	101 639,4	103 365,4	99 234,4	88 269,4	87 585,7	82 834,0
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	6 588,1	7 106,3	6 888,7	6 800,0	7 022,0	7 251,0	7 515,2	7 778,5	7 375,3
Instytucje samorządowe	4 706,7	4 708,1	4 644,8	4 526,3	5 633,5	5 886,8	6 046,3	4 562,1	3 242,8
Fundusze zabezpieczenia społecznego	1 039,2	602,3	1 132,7	1 184,4	1 723,7	2 375,3	3 245,3	8 710,3	540,0
<b>M1</b>	468 052,6	484 813,0	555 835,3	606 282,7	692 124,4	815 304,0	906 374,6	1 012 353,1	1 154 867,4
Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami MIF)	101 848,6	102 470,5	114 403,2	130 029,9	149 715,6	174 401,2	184 486,4	203 212,5	224 069,6
Depozyty i inne zobowiązania bieżące	366 204,0	382 342,5	441 432,1	476 252,7	542 408,9	640 902,8	721 888,2	809 140,6	930 797,8
Gospodarstwa domowe	234 934,3	236 791,4	279 831,7	300 786,4	341 115,2	402 000,9	453 227,5	523 307,3	603 823,1
Pozostałe instytucje finansowe	13 903,1	15 911,6	17 664,6	18 573,9	20 302,3	25 898,5	31 589,2	32 800,5	26 065,0
Przedsiębiorstwa niefinansowe	89 472,2	99 252,8	112 497,1	124 239,3	145 975,4	169 753,0	187 138,6	199 721,7	233 408,9
Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych	8 401,3	9 391,8	10 393,3	11 305,4	12 518,0	14 911,5	16 425,7	18 289,9	19 470,6
Instytucje samorządowe	18 586,0	19 775,1	19 658,6	19 494,2	18 867,8	25 254,6	26 743,6	27 722,3	33 936,7
Fundusze zabezpieczenia społecznego	907,1	1 219,8	1 386,7	1 853,5	3 630,2	3 084,2	6 763,5	7 298,9	14 093,5

Źródło: dane NBP.

MIF – Monetarne Instytucje Finansowe.

## Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

Tabela 6 Czynniki kreacji pieniądza (stan na koniec roku w mln PLN)									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Aktywa zagraniczne netto</b>	140 162,3	169 184,6	142 994,5	172 946,6	187 102,8	234 208,5	232 528,1	290 278,0	344 764,6
<b>Aktywa zagraniczne</b>	405 464,1	409 939,1	388 096,0	437 357,7	451 321,7	572 727,2	483 803,7	544 418,9	590 810,5
<b>Pasywa zagraniczne</b>	265 301,8	240 754,5	245 101,5	264 411,1	264 218,9	338 518,7	251 275,6	254 140,9	246 046,0
<b>Należności</b>	887 890,8	910 052,1	947 800,1	1 017 017,1	1 089 010,6	1 137 243,4	1 175 788,5	1 264 010,1	1 325 100,5
<b>Kredyty i inne należności</b>	861 743,2	872 435,9	904 029,1	963 655,2	1 029 144,7	1 076 440,2	1 113 993,1	1 197 892,5	1 259 757,4
<b>Gospodarstwa domowe</b>	536 970,6	538 120,1	562 379,9	593 272,7	632 523,3	665 062,0	676 361,6	723 232,7	766 545,2
<b>Pozostałe instytucje finansowe</b>	27 291,4	34 566,2	42 992,1	53 346,3	58 344,0	58 546,2	65 781,9	74 182,1	83 724,1
<b>Przedsiębiorstwa niefinansowe</b>	253 458,6	256 982,4	259 048,9	275 774,0	297 950,1	314 533,1	333 362,2	358 589,3	366 116,6
<b>Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych</b>	4 177,3	4 846,9	5 306,5	5 682,8	6 067,6	6 484,7	6 946,3	7 296,2	7 621,0
<b>Instytucje samorządowe</b>	39 001,6	37 080,0	34 301,5	35 579,3	34 259,5	31 814,1	31 541,1	34 592,2	35 750,5
<b>Fundusze zabezpieczenia społecznego</b>	843,7	840,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Dłużne papiery wartościowe</b>	19 043,0	28 681,1	33 385,0	41 985,3	47 228,9	48 019,9	47 501,7	47 609,7	46 938,5
<b>Pozostałe instytucje finansowe</b>	694,6	1 004,9	761,0	1 713,1	2 358,9	3 958,6	3 496,3	3 499,9	3 164,5
<b>Przedsiębiorstwa niefinansowe</b>	7 985,7	13 437,9	15 541,6	22 587,8	26 099,7	25 423,4	24 941,0	22 583,8	19 665,4
<b>Instytucje samorządowe</b>	10 362,6	14 238,3	17 082,4	17 684,4	18 770,3	18 637,8	19 064,4	21 526,0	24 108,7
<b>Pozostałe</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Akcje i pozostałe udziały kapitałowe oraz udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych niebędących funduszami rynku pieniężnego</b>	7 104,6	8 935,1	10 386,0	11 376,6	12 637,0	12 783,4	14 293,7	18 507,9	18 404,6
<b>Pozostałe instytucje finansowe</b>	4 496,0	5 914,9	6 554,1	8 970,8	10 381,5	10 601,5	12 070,3	15 675,8	15 857,0
<b>Przedsiębiorstwa niefinansowe</b>	2 608,6	3 020,2	3 831,9	2 405,8	2 255,5	2 181,9	2 222,5	2 831,0	2 546,8
<b>Pozostałe</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	0,8
<b>Zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego</b>	121 624,2	108 380,1	145 336,6	168 872,5	201 343,4	253 371,3	268 824,0	275 697,1	310 226,3
<b>Należności od instytucji rządowych szczebla centralnego</b>	167 531,4	160 909,4	182 792,4	224 408,6	239 787,4	311 159,4	321 398,1	346 352,2	383 746,5
<b>Kredyty</b>	964,3	809,8	780,6	701,4	1 141,7	961,4	1 010,9	1 042,6	1 127,2
<b>Dłużne papiery wartościowe</b>	130 577,6	119 192,3	138 615,3	180 803,9	193 333,2	259 586,2	267 215,9	293 297,0	331 138,5
<b>Pozostałe</b>	35 989,5	40 907,3	43 396,5	42 903,3	45 312,5	50 611,9	53 171,3	52 012,6	51 480,8
<b>Zobowiązania wobec instytucji rządowych szczebla centralnego</b>	45 907,3	52 529,3	37 455,8	55 536,1	38 444,0	57 788,1	52 574,1	70 655,1	73 520,2
<b>Długoterminowe zobowiązania finansowe</b>	299 094,8	295 938,4	293 509,9	336 408,6	359 605,4	389 983,8	374 962,7	407 306,0	438 524,0
<b>Depozyty i inne zobowiązania powyżej 2 lat</b>	9 043,8	10 843,9	17 153,6	20 512,2	22 001,5	25 188,6	25 783,7	25 675,8	28 812,6
<b>Gospodarstwa domowe</b>	4 065,0	4 571,5	10 066,8	13 756,4	16 552,1	19 838,8	21 344,1	21 836,1	25 362,1
<b>Pozostałe instytucje finansowe</b>	3 007,2	4 103,6	5 485,3	5 851,1	4 623,8	4 452,1	3 482,7	2 938,6	2 540,8
<b>Przedsiębiorstwa niefinansowe</b>	1 837,9	2 055,1	1 492,3	812,9	732,8	776,5	788,8	772,3	783,8
<b>Instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych</b>	123,0	95,5	78,8	64,4	68,1	102,1	144,1	100,3	100,3
<b>Instytucje samorządowe</b>	8,0	18,2	30,4	27,3	24,7	19,0	23,9	28,6	25,6
<b>Fundusze ubezpieczeń społecznych</b>	2,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Emisja dłużnych papierów wartościowych z terminem pierwotnym powyżej 2 lat</b>	30 733,8	35 870,8	40 874,5	40 421,7	43 878,8	53 781,8	69 762,3	72 267,2	78 383,0
<b>Kapitał i rezerwy</b>	259 317,2	249 223,6	235 481,7	275 474,7	293 725,2	311 013,4	279 416,8	309 363,1	331 328,4
<b>Aktywa trwałe (bez aktywów finansowych)</b>	42 662,6	45 159,9	48 473,7	50 382,0	51 475,1	52 609,9	53 221,1	54 777,4	62 007,1
<b>Saldo pozostałych pozycji netto</b>	-11 748,8	-15 425,9	-12 186,8	-13 794,3	-14 333,9	-21 787,7	-31 030,5	-31 363,9	-37 934,7

Źródło: dane NBP.

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

### Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 stycznia 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że w gospodarce światowej utrzymywała się dotychczas dobra koniunktura, choć napływające dane wskazują na jej osłabienie w części gospodarek i wzrost niepewności co do skali oczekiwanego globalnego spowolnienia. Zaznaczano, że w strefie euro, po obniżeniu wzrostu PKB w III kw. ub.r., nastąpiło dalsze pogorszenie niektórych wskaźników koniunktury. Wyraźnie słabsze dane o aktywności oraz wskaźniki koniunktury odnotowano w szczególności w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Podkreślano, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura w IV kw. była wciąż bardzo dobra, jednak prognozy na 2019 r. wskazują na obniżenie tempa wzrostu również w tej gospodarce. Zaznaczano, że także w Chinach wzrost aktywności gospodarczej stopniowo słabnie.

Wskazywano, że podwyższona niepewność dotycząca skali pogorszenia globalnej koniunktury wciąż wpływa negatywnie na ceny części aktywów. Obawy o osłabienie wzrostu gospodarki światowej przyczyniły się również w ostatnich miesiącach ub.r. do obniżenia cen surowców, w tym ropy naftowej. Jednocześnie zaznaczano, że ograniczanie wydobywania w krajach należących do OPEC oddziaływało w kierunku pewnego wzrostu cen ropy na początku 2019 r.

Analizując kształtowanie się procesów inflacyjnych za granicą, wskazywano, że wyraźny spadek cen ropy naftowej w okresie od początku października do końca grudnia przełożył się na obniżenie inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostała umiarkowana.

Omawiając politykę pieniężną w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC zakończył w 2018 r. program skupu aktywów finansowych netto, jednak będzie nadal reinwestował środki z zapadających papierów wartościowych. Część członków Rady wyraziła przy tym opinię, że wobec pogorszenia się koniunktury w strefie euro i rewizji w dół oczekiwanej tam ścieżki inflacji bazowej okres utrzymywania stóp procentowych przez EBC na bardzo niskim poziomie prawdopodobnie wydłuży się. Inni członkowie Rady oceniali ponadto, że zakończenie programu skupu aktywów przez EBC jest czynnikiem niepewności dla tej gospodarki. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w grudniu ub.r. podniosła stopy procentowe. Część członków Rady podtrzymała opinię, że także w tej gospodarce – ze względu na ryzyko silniejszego niż wcześniej oczekiwano osłabienia wzrostu – stopy procentowe mogą już nie być dalej podwyższane, na co wskazuje złagodzenie stanowisk w tym zakresie przedstawicieli Rezerwy Federalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że napływające dane wskazują na utrzymywanie się dotychczas dobrej koniunktury. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej w IV kw. nadal sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach –

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że towarzyszył temu wzrost inwestycji.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, podkreślano, że mimo oczekiwanego spowolnienia wzrostu perspektywy krajowej koniunktury pozostają relatywnie korzystne, a głównym czynnikiem wpływającym negatywnie na dynamikę PKB będzie oczekiwane osłabienie koniunktury za granicą. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na spadek PMI związany z obniżeniem się wskaźników dotyczących wielkości produkcji oraz liczby nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych. Członkowie ci oceniali, że sygnalizuje to wzrost niepewności co do przyszłej dynamiki PKB w Polsce. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem mogącym ograniczać wzrost krajowej produkcji w dłuższym okresie może być mniejsza skala napływu pracowników z zagranicy, w tym w związku ze zmianami polityki imigracyjnej Niemiec. Niektórzy członkowie Rady podtrzymali opinię, że dynamika PKB w 2019 r. może być wyższa od obecnie prognozowanej.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się stopy bezrobocia na niskim poziomie, czemu pod koniec 2018 r. towarzyszył wzrost dynamiki wynagrodzeń zarówno w gospodarce narodowej, jak i w sektorze przedsiębiorstw. Zaznaczano, że wynikał on prawdopodobnie ze wzrostu dynamiki płac w sektorze publicznym, ale także z przesunięć terminu wypłat premii w górnictwie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że większość firm uczestniczących w badaniach ankietowych NBP wskazuje, że dynamika płac przekracza w nich dynamikę wydajności pracy. Zaznaczali oni ponadto, że podwyżki dla kolejnych grup zawodowych sektora publicznego mogą być czynnikiem ryzyka szybszego wzrostu płac, a w konsekwencji wyższej inflacji. Część członków Rady oceniała natomiast, że wzrost dynamiki płac, przy potencjalnym osłabieniu popytu zewnętrznego, może być czynnikiem stabilizującym koniunkturę, a także wspierającym kształtowanie się inflacji w pobliżu celu.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, podkreślano, że mimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu PKB oraz wyższego niż w ubiegłym roku wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych, w tym także inflacja bazowa, była wyraźnie niższa od prognoz. Zaznaczano, że w grudniu inflacja ukształtowała się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Podobnie – niższa od prognoz – okazała się dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że zmieniły się one znacząco ze względu na przyjęcie pod koniec grudnia 2018 r. ustawy obniżającej stawkę akcyzy i opłaty przejściowej oraz wprowadzającej rekompensaty dla dostawców energii elektrycznej w celu utrzymania cen prądu dla odbiorców końcowych w 2019 r. na poziomie z połowy 2018 r. Wskazywano, że w efekcie wzrost hurtowych cen energii elektrycznej, który miał miejsce w 2018 r., nie powinien mieć ani bezpośredniego ani pośredniego przełożenia na inflację w bieżącym roku. Zaznaczano, że inflacja w 2019 r. będzie dodatkowo ograniczana przez niższy niż wcześniej prognozowano poziom cen ropy naftowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych – ze względu na strukturę rynku paliwowego w Polsce – może nie w pełni przełożyć się na krajowe ceny paliw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na wyższe niż w poprzednich kwartałach ceny węgla jako na czynnik mogący podnosić koszty utrzymania gospodarstw domowych w bieżącym roku. Uwzględniając wszystkie informacje, jakie napłynęły od poprzedniego posiedzenia

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Rady, oceniano jednak, że inflacja w 2019 r. może być istotnie niższa niż można było wcześniej oczekiwać.

Odnosząc się do przewidywanego przebiegu procesów cenowych w średnim okresie, większość członków Rady była zgodna, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Członkowie ci zaznaczali, że ograniczająco na dynamikę cen w kolejnych latach będzie wpływało oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB, a także silna konkurencja w handlu detalicznym. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na spodziewany wzrost inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług, w kolejnych kwartałach, a także na ryzyko istotnego wzrostu cen energii w przyszłości. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim okresie podwyższyły się oczekiwania inflacyjne firm i gospodarstw domowych, co – gdyby miało okazać się trwałe – może być czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji w kolejnych latach. Inni członkowie Rady oceniali, że oczekiwania inflacyjne pod koniec 2018 r. pozostawały prawdopodobnie pod wpływem dyskusji na temat kształtowania się cen energii, a więc ich wzrost może okazać się przejściowy.

Podsumowując wnioski płynące z analizy sytuacji makroekonomicznej w 2018 r., członkowie Rady zaznaczali, że wzrost gospodarczy utrzymał się w Polsce na wysokim poziomie, a inflacja nieco się obniżyła względem 2017 r. Wskazywano, że kredyt dla sektora prywatnego rósł w umiarkowanym tempie, w handlu zagranicznym utrzymała się nadwyżka, a zadłużenie sektora publicznego w relacji do PKB prawdopodobnie się obniżyło. Część członków Rady podkreślała, że zmniejszeniu relacji zadłużenia sektora publicznego do dochodu – oprócz działań w zakresie polityki fiskalnej – sprzyjała także dobra koniunktura gospodarcza i stabilny poziom stóp procentowych. Długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostały zakotwiczone na celu inflacyjnym, a średnioroczny kurs walutowy wobec euro nie zmienił się w stosunku do 2017 r. mimo okresowych zawirowań na globalnych rynkach finansowych. Zdaniem Rady dane za 2018 r. świadczą o bardzo dobrej koniunkturze w polskiej gospodarce, przy zachowaniu stabilności cen i braku nierównowag makroekonomicznych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie wskazywano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen może się zwiększyć, jednak – ze względu na istotnie niższy niż w październiku poziom cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że przemawia za tym ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy prawdopodobnym osłabieniu koniunktury w gospodarce światowej i polskiej.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obecnie utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w średnim okresie. Członkowie ci zaznaczali, że jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny i trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych przekładający się na presję cenową, przez co kolejne projekcje sygnalizowałyby utrzymywanie się inflacji powyżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali jednak, że prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza zmalało w ostatnich miesiącach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 lutego 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że napływające dane wskazują na osłabienie koniunktury w części największych gospodarek. Towarzyszył temu wzrost niepewności dotyczącej kształtowania się aktywności w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach. Zaznaczano, że dynamika PKB w strefie euro w IV kw. utrzymała się na niskim poziomie, a perspektywy koniunktury w tej strefie nieco się pogorszyły. Osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej w ostatnim okresie było szczególnie wyraźne w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Zwracano także uwagę na dalsze stopniowe obniżanie się wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach. Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że mimo obniżenia dynamiki PKB w IV kw., koniunktura w tej gospodarce pozostaje dobra.

Wskazywano, że – po silnym spadku w ostatnim kwartale ub.r. – ceny ropy naftowej od początku roku nieco wzrosły. W kierunku wzrostu cen tego surowca oddziaływało ograniczenie jego wydobycia w krajach należących do OPEC, przy utrzymywanych sankcjach na import ropy z Iranu i Wenezueli. Ograniczająco na skalę wzrostu cen ropy oddziaływało natomiast obniżenie bieżącego zapotrzebowania i pogorszenie perspektyw popytu na ten surowiec w związku z osłabieniem koniunktury w gospodarce globalnej oraz napięciem między Stanami Zjednoczonymi i Chinami.

Analizując kształtowanie się procesów inflacyjnych za granicą, wskazywano, że niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej przyczynia się do obniżenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, jest obecnie niska.

Omawiając politykę pieniężną w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową od 4,5 roku poniżej zera. Jednocześnie EBC reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych. Zwracano uwagę, że – wobec pogorszenia koniunktury w strefie euro i wzrostu niepewności dotyczącej jej perspektyw – EBC na ostatnim posiedzeniu złagodził swoją retorykę i uzależnił swoje dalsze decyzje od napływających danych. Część członków Rady oceniło, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w strefie euro wyraźnie się obniżyło. Wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych –

po podwyżce w grudniu 2018 r. – utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie i na ostatnim posiedzeniu także złagodziła stanowisko dotyczące perspektyw polityki pieniężnej. Część członków Rady wyraziła opinię, że również w tej gospodarce dalsze podwyżki stóp procentowych mogą już nie nastąpić, a możliwe jest nawet zahamowanie procesu zmniejszania bilansu Rezerwy Federalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że wstępne dane o PKB w 2018 r. potwierdziły bardzo dobrą sytuację gospodarczą w Polsce w ubiegłym roku. Zwracano uwagę, że utrzymała się wysoka dynamika spożycia indywidualnego i – w efekcie – poziom konsumpcji na przestrzeni ostatnich dwóch lat wyraźnie się zwiększył. Zaznaczano, że szybkiemu wzrostowi gospodarczemu w zeszłym roku nie towarzyszyło narastanie jakichkolwiek nierównowag makroekonomicznych. Wskazywano, że w 2018 r. utrzymywała się nadwyżka w handlu zagranicznym, dynamika kredytu dla sektora niefinansowego – choć wyższa niż w 2017 r. – pozostawała umiarkowana, a średnioroczna inflacja wyniosła 1,6%.

Odnosząc się do wzrostu gospodarczego w IV kw., wskazywano, że wstępne dane roczne o rachunkach narodowych sugerują, że dynamika PKB w tym okresie pozostała relatywnie wysoka, choć była prawdopodobnie nieco niższa niż w poprzednich kwartałach. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej w IV kw. nadal sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że w IV kw. utrzymał się także wzrost inwestycji, choć ich dynamika była ograniczana przez prawdopodobne osłabienie wzrostu nakładów inwestycyjnych w jednostkach samorządowych. Zwracano uwagę, że dane z rachunków narodowych wskazują, iż – mimo osłabienia koniunktury za granicą – wkład eksportu netto do dynamiki PKB był w IV kw. dodatni.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego, podkreślano, że napływające w ostatnim okresie informacje wskazują na prawdopodobne osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej w I kw. br. Podtrzymywano ocenę, że – mimo pewnego pogorszenia perspektyw wzrostu w najbliższym otoczeniu Polski – dynamika PKB w Polsce w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie obniżać się jedynie stopniowo i koniunktura w kraju pozostanie relatywnie korzystna, chociaż niepewność dotycząca przyszłej dynamiki PKB w ostatnim okresie wzrosła.

Analizując sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na stopniowe obniżanie się dynamiki zatrudnienia. W ocenie części członków Rady mogło to odzwierciedlać nie tylko ograniczenia podażowe, ale także osłabienie wzrostu popytu na pracę. Wskazywano, że w grudniu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się, co – w opinii części członków Rady – może wskazywać, że jej wcześniejszy wzrost wynikał z czynników o charakterze przejściowym. Członkowie ci oceniali także, że – mimo deklarowanego przez przedsiębiorstwa nasilenia presji płacowej – tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach powinno pozostać stabilne, ze względu na prawdopodobnie niższą skłonność firm do podwyższania wynagrodzeń w warunkach osłabienia popytu zewnętrznego. Wyrażano opinię, że mimo to nie można wykluczyć wzrostu dynamiki płac w całej gospodarce, szczególnie gdyby zwiększyła się dynamika wynagrodzeń w sektorze publicznym. Część członków Rady podkreślała przy tym, że ewentualny wzrost dynamiki płac w gospodarce, przy oczekiwanym obniżeniu dynamiki PKB, może być czynnikiem stabilizującym koniunkturę.

Dyskutując nad długoterminowymi uwarunkowaniami polskiego rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się w przeszłości szybszy wzrost wydajności pracy niż mediany i dominanty realnych wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że występowanie takiej rozbieżności wynikało z rosnącego udziału polskich firm w globalnych łańcuchach produkcji i postępu technologicznego. Inni członkowie Rady zaznaczali, że obecnie dynamika produktywności pracy jest niższa od dynamiki realnych wynagrodzeń, a utrzymywanie się odwrotnej zależności w przeszłości nie musi wpływać na aktualną politykę cenową przedsiębiorstw.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w poprzednich latach wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się w ostatnich miesiącach i pozostaje umiarkowana. Zaznaczano, że w kierunku obniżenia dynamiki cen oddziałują niższe niż w III kw. ub.r. ceny ropy naftowej na rynkach światowych, choć – w opinii niektórych członków Rady – ich wpływ na ceny paliw jest ograniczany przez strukturę rynku paliwowego w Polsce. Wskazywano ponadto, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała niska. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymywanie się niskiej inflacji bazowej w warunkach wyższej niż w poprzednich latach dynamiki wynagrodzeń, wynika z prawdopodobnie wolniejszego wzrostu mediany płac, która może mieć istotny wpływ na procesy inflacyjne.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen zwiększy się, jednak skala tego wzrostu będzie niewielka i wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. Zaznaczano, że zgodnie z tymi prognozami, średnia inflacja w bieżącym roku będzie niższa od 2,5%. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że czynnikiem podwyższającym inflację w kolejnych miesiącach będą prawdopodobnie rosnące ceny żywności, przy czym skala tego wzrostu pozostaje czynnikiem niepewności dla kształtowania się dynamiki cen. Część członków Rady oceniała, że dynamika cen może być niższa od obecnie prognozowanej ze względu na – oczekiwany przez nich – brak wyraźnego wzrostu inflacji bazowej w warunkach spowolniającego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że do silniejszego wzrostu inflacji przyczynić się mogą rosnące koszty produkcji, które wobec relatywnie niskiej – w opinii tych członków Rady – rentowności przedsiębiorstw w niektórych gałęziach gospodarki, mogą skłaniać je do podnoszenia cen produktów. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że rentowność w sektorze przedsiębiorstw pozostaje zbliżona do obserwowanej w poprzednich latach, a skłonność firm do podnoszenia cen będzie ograniczana przez silną konkurencję.

Odnosząc się do przewidywanego przebiegu procesów cenowych w średnim okresie, wskazywano, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się prawdopodobnie kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Zaznaczano, że ograniczająco na dynamikę cen w kolejnych latach będzie wpływało oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. Zwracano także uwagę, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych – po przejściowym wzroście w grudniu – ponownie się obniżyły. Część członków Rady oceniała, że także wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw pod koniec ub.r. mógł mieć przejściowy charakter. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że ewentualne utrzymanie się oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw na podwyższonym poziomie mogłoby stanowić czynnik oddziałujący w kierunku wyższej inflacji w kolejnych latach. Wskazywali oni także na ryzyko wzrostu cen energii w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kolejnych

---

Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

---

latach osłabnąć może oddziaływanie czynników, które dotychczas ograniczały wzrost dynamiki cen, takich jak wzrost liczby sklepów dyskontowych oraz zmiana struktury konsumpcji.

Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Zdaniem członków Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie wskazywano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen zwiększy się, jednak – ze względu na niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że przemawia za tym w szczególności wyraźny spadek ryzyka trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy jednoczesnym wzroście niepewności dotyczącej skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w średnim okresie. Członkowie ci zaznaczali, że jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny i trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych, które przyczyniłyby się do wzrostu inflacji do poziomu, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza istotnie zmalało w ostatnich miesiącach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 marca 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że napływające dane wskazują na osłabienie koniunktury w części największych gospodarek, a niepewność dotycząca kształtowania się aktywności w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach wzrosła. Większość członków Rady zaznaczała, że dynamika PKB w strefie euro w IV kw. utrzymała się na niskim poziomie i podkreślała, że prognozy wskazują na jej dalsze obniżenie w bieżącym roku. Zwracali oni także uwagę na wyraźne – w ich ocenie – osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej i spadek wskaźników koniunktury w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Niektórzy członkowie Rady

wyrażali opinię, że osłabienie koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki nie jest znaczące i prawdopodobnie ma przejściowy charakter, a spadek wskaźników koniunktury wynika częściowo z niepewności związanej z czynnikami politycznymi. Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że pozostaje ona dobra, choć w bieżącym roku oczekiwany jest tam nieznaczny spadek dynamiki PKB. Zwracano także uwagę na dalsze stopniowe obniżanie się tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach.

Wskazywano, że mimo wzrostu cen ropy naftowej, jaki nastąpił od początku br., ich poziom jest wciąż niższy niż w III kw. ub.r. W kierunku wzrostu cen tego surowca oddziaływało w znacznej mierze ograniczenie jego wydobycia w Iranie i Wenezueli oraz zapowiadane dalsze zmniejszenie produkcji w Arabii Saudyjskiej. Ograniczająco na skalę wzrostu cen ropy oddziaływało natomiast pogorszenie perspektyw popytu na ten surowiec w związku z osłabieniem koniunktury w gospodarce globalnej oraz napięciami między Stanami Zjednoczonymi i Chinami.

Analizując kształtowanie się dynamiki cen za granicą, wskazywano, że niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej przyczynia się do obniżenia inflacji w wielu krajach. Zaznaczano, że inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, jest obecnie niska.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową od 4,5 roku poniżej zera. Jednocześnie EBC reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych. Część członków Rady oceniała, że – wobec pogorszenia perspektyw koniunktury w strefie euro – możliwe jest rozszerzenie przez EBC programu zasilania sektora bankowego w płynność, a także wydłużenie sygnalizowanego okresu utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie. Wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie i sygnalizuje, że dalsze jej decyzje będą uzależnione od napływających danych. Część członków Rady wyraziła opinię, że również w tej gospodarce dalsze podwyżki stóp procentowych mogą już nie nastąpić, a Rezerwa Federalna jeszcze w bieżącym roku może zahamować proces zmniejszania swojego bilansu.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że towarzyszył temu wzrost inwestycji.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego, zaznaczano, że napływające w ostatnim okresie informacje sugerują, że w I kw. br. dynamika aktywności gospodarczej może być niższa niż w poprzednich kwartałach. Wyniki marcowej projekcji NBP wskazują, że także w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy może stopniowo się osłabiać, choć koniunktura w bieżącym roku pozostanie korzystna. Podkreślano, że czynnikiem oddziałującym negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce będzie osłabienie koniunktury w jej najbliższym otoczeniu. Jednocześnie – według marcowej projekcji – skala spowolnienia aktywności gospodarczej w kraju będzie mniejsza niż wskazywały wcześniejsze prognozy, ze względu na oczekiwany pozytywny wpływ działań fiskalnych zapowiadanych przez rząd na popyt krajowy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że dynamika PKB w bieżącym roku może być wyższa niż wskazuje projekcja. Członkowie ci

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

podkreślali, że – wobec zapowiadanej stymulacji fiskalnej i stabilizacji cen energii elektrycznej – utrzyma się prawdopodobnie istotny wzrost popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie negatywny wpływ osłabienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki na aktywność gospodarczą w kraju będzie prawdopodobnie ograniczany przez wysoką zdolność adaptacji polskich przedsiębiorstw do zmieniających się uwarunkowań rynkowych. Członkowie Rady oceniali przy tym, że perspektywy koniunktury nadal obciążone są znaczną niepewnością, a głównym czynnikiem ryzyka dla oczekiwanej ścieżki PKB jest kształtowanie się sytuacji gospodarczej na świecie.

Analizując sytuację na rynku pracy, zaznaczano, że choć według danych BAEL wzrost liczby pracujących w gospodarce w IV kw. wyhamował, to dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń wskazują na dalszy wzrost zatrudnienia w firmach. Jednocześnie wzrost wynagrodzeń w gospodarce w IV kw. i w sektorze przedsiębiorstw w styczniu utrzymał się na poziomie zbliżonym do 7%. Zaznaczano, że według marcowej projekcji podobna dynamika wynagrodzeń ma się także utrzymać w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika wynagrodzeń może być wyższa, w związku z możliwym dalszym nasilaniem się presji płacowej w sektorze publicznym oraz obniżaniem się podaży pracy. Część członków Rady podkreślała przy tym, że ewentualny wzrost dynamiki płac w gospodarce będzie czynnikiem wspierającym popyt konsumpcyjny i – wobec oczekiwanego osłabienia aktywności gospodarczej – stabilizującym koniunkturę. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec oczekiwanego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego oraz po dwóch latach istotnego wzrostu płac, prawdopodobieństwo dalszego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń jest relatywnie niskie.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w poprzednich latach wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się w ostatnich miesiącach i kształtuje się na niskim poziomie. Zaznaczano, że nadal niska – mimo prawdopodobnego podwyższenia w styczniu – jest także inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że według marcowej projekcji dynamika cen w bieżącym roku powinna pozostać zbliżona do ubiegłorocznej i być wyraźnie niższa niż wskazywała projekcja z listopada ub.r. Do obniżenia oczekiwanej inflacji w bieżącym roku przyczyniło się ustawowe zamrożenie cen energii elektrycznej oraz niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej na rynkach światowych. Ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało także prawdopodobne utrzymywanie się inflacji bazowej na relatywnie niskim poziomie, mimo jej oczekiwanego, stopniowego wzrostu. Wskazywano, że w kolejnych latach inflacja CPI – zgodnie z marcową projekcją – będzie wyższa niż w bieżącym roku, ale pozostanie umiarkowana i zbliżona do 2,5%. Część członków Rady oceniała, że dynamika cen w kolejnych latach może być wyższa od obecnie prognozowanej. Wskazywali oni, że w średnim horyzoncie dynamika cen może być podwyższana przez szereg czynników, w tym silniejsze niż wskazuje projekcja efekty zapowiadanych działań fiskalnych, szczególnie gdyby utrzymywało się wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych oraz nastąpił wzrost cen energii i przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że czynnikiem ryzyka dla inflacji jest także kształtowanie się cen ropy naftowej na rynkach światowych. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że ograniczająco na wzrost dynamiki cen będzie oddziaływać oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego, obniżające prawdopodobieństwo wzrostu dynamiki płac w gospodarce. Członkowie ci podkreślali także,

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

że w warunkach osłabienia koniunktury skłonność przedsiębiorstw do podnoszenia cen będzie prawdopodobnie ograniczona, szczególnie wobec utrzymującej się na korzystnym poziomie – choć zróżnicowanej pomiędzy branżami – przeciętnej rentowności ich działalności.

Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne. Wskazywano, że według wyników marcowej projekcji NBP, w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną i utrzymać stabilność sektora finansowego.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym wyniki projekcji NBP wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazuje projekcja. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne lub potencjalny wzrost dynamiki płac przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 kwietnia 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że napływające dane potwierdzają osłabienie wzrostu gospodarczego w części największych gospodarek, co widoczne jest w szczególności w handlu międzynarodowym i aktywności sektora przemysłowego. Podkreślano także, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady zaznaczała, że w strefie euro najprawdopodobniej utrzymało się niskie tempo wzrostu gospodarczego na początku roku, po słabym wzroście PKB w IV kw. ub.r. Sygnalizują to zarówno najnowsze dane o produkcji, jak i wskaźniki koniunktury, które okazały się słabsze od oczekiwań. Członkowie Rady wskazywali, że pogorszenie koniunktury widoczne jest zwłaszcza w gospodarce niemieckiej, w której odnotowano dalszy spadek zamówień eksportowych oraz

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

utrzymujące się spowolnienie w przemyśle motoryzacyjnym. Jednocześnie podkreślano, że stabilizująco na gospodarkę europejską, w tym niemiecką, wpływają korzystne uwarunkowania wzrostu konsumpcji, w tym trwający wzrost zatrudnienia i płac, a w 2019 r. także dodatkowo złagodzenie polityki fiskalnej w Niemczech.

Wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, choć w I kw. dynamika PKB prawdopodobnie się tam obniżyła. Częściowo było to związane z czynnikami przejściowymi, ale prognozy na cały 2019 r. przewidują niższe tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej niż odnotowane w 2018 r.

W Chinach tempo wzrostu aktywności gospodarczej nadal stopniowo słabnie. Zaznaczano, że towarzyszą temu jednak działania władz nakierowane na złagodzenie skali spowolnienia.

Członkowie Rady podkreślali, że pogorszenie globalnej koniunktury znalazło odzwierciedlenie w zmianie nastawienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Wobec rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego i inflacji w najbliższych latach dla strefy euro i Stanów Zjednoczonych, zarówno EBC, jak i Fed złagodziły swoją komunikację dotyczącą przyszłego kształtowania się warunków monetarnych.

W szczególności zaznaczano, że EBC wydłużył okres przewidywanego utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie, w tym stopy depozytowej poniżej zera, oraz zapowiedział uruchomienie dodatkowych operacji zasilających sektor bankowy w płynność. Jednocześnie EBC nadal reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych.

Z kolei Fed zaprzestał sygnalizowania kolejnych podwyżek stóp procentowych w 2019 r. i zapowiedział wstrzymanie ograniczania swojej sumy bilansowej w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że pod koniec marca br. doszło w Stanach Zjednoczonych do tzw. odwrócenia się krzywej dochodowości, co mogło być związane z pogorszeniem się oczekiwań uczestników rynków finansowych dotyczących amerykańskiej koniunktury i w efekcie pojawieniem się oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej przez Fed.

Zwracano również uwagę, że mimo wzrostu cen ropy naftowej, jaki nastąpił od początku br., ich poziom jest wciąż niższy niż w III kw. ub.r., co przyczynia się do utrzymywania się umiarkowanej inflacji w wielu krajach. Wskazywano przy tym, że inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje niska.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, choć napływające dane sygnalizują, że tempo wzrostu PKB w I kw. br. było niższe niż w IV kw. ub.r. Członkowie Rady zaznaczali, że wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że towarzyszy temu wzrost inwestycji.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego, część członków Rady wskazywała, że w pierwszych miesiącach br. dane o produkcji i sprzedaży detalicznej okazały się lepsze niż oczekiwano, przez co dynamika PKB w I kw. mogła być nieco wyższa niż szacowano w marcowej

projekcji. Część członków Rady wskazywała jednak, że utrzymują się relatywnie niskie wskaźniki nastrojów wśród przedsiębiorstw, co – w ocenie tych członków Rady – może sygnalizować ryzyko, że w kolejnych miesiącach spowolnienie za granicą może się silniej przełożyć na sytuację w polskim sektorze przemysłowym. Zaznaczano, że najważniejszym źródłem ryzyka dla krajowej koniunktury jest skala i długość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dotychczas polski eksport okazał się relatywnie odporny na spowolnienie za granicą, a prognozy dynamiki PKB dla Polski zostały nawet nieco podwyższone w ostatnim okresie. Jednocześnie zwracano uwagę na poprawę nastrojów konsumentów w marcu, do czego prawdopodobnie przyczyniły się zapowiedzi zwiększenia wydatków fiskalnych. Zdaniem części członków Rady, wraz z dalszym wzrostem zatrudnienia i płac, będzie to czynnik wspierający dynamikę konsumpcji. Członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że dynamika PKB w bieżącym roku może być wyższa niż wskazuje na to marcową projekcją.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw na początku 2019 r. wciąż wynosiła blisko 3%, a tempo wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w styczniu i lutym br. wyniosło około 7,5%. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się napięcia na rynku pracy, przejawiające się w sygnalizowanych problemach ze znalezieniem pracowników, a także na utrzymujące się żądania płacowe różnych grup zawodowych. Część członków Rady zaznaczała, że mimo to rynek pracy nie generuje dotychczas wyraźnej presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że sytuacja na rynku pracy może w przyszłości zacząć się silniej przekładać na presję inflacyjną i w konsekwencji doprowadzić do wyższej dynamiki cen niż obecnie przewidywana.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce podkreślano, że mimo wzrostu w ostatnim okresie roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na niskim poziomie. Nadal niska – mimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach – jest także inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii. Część członków Rady oceniała, że biorąc pod uwagę obecne prognozy, inflacja w br. może utrzymywać się w okolicach dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że nastąpiła rewizja wag udziałów poszczególnych wydatków we wskaźniku CPI. Rewizja wag odzwierciedla zmiany w strukturze konsumpcji gospodarstw domowych, wskazujące na wzrost udziału wydatków na dobra wyższego rzędu. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na wzrost dynamiki cen usług oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu w ostatnim okresie, które mogą sygnalizować rosnącą wewnętrzną presję inflacyjną. Niektórzy członkowie Rady zaznaczyli, że czynnikiem niepewności jest kształtowanie się cen energii elektrycznej w kolejnych latach.

Analizując zmiany oczekiwań inflacyjnych zaznaczano, że w ostatnim okresie obniżyły się oczekiwania przedsiębiorstw, natomiast oczekiwania gospodarstw domowych nieznacznie wzrosły. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że do obniżenia oczekiwań przedsiębiorstw przyczyniło się zamrożenie cen energii elektrycznej. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne uczestników rynku pozostają zakotwiczone w pobliżu celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, choć w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady podkreślała, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne, potencjalny wzrost dynamiki płac lub ewentualny wzrost cen energii przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 15 maja 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady zaznaczano, że w I kw. tempo wzrostu w gospodarce światowej pozostało prawdopodobnie relatywnie niskie, choć w części największych gospodarek nastąpiła pewna poprawa koniunktury. Zwracano przy tym uwagę, że informacje dotyczące nastrojów w sektorze przemysłowym były wciąż słabe, natomiast te z sektora usług sygnalizowały stosunkowo korzystną sytuację. Część członków Rady oceniała, że utrzymuje się niepewność co do perspektyw światowej koniunktury. Niepewność ta wynika zwłaszcza ze zmian w polityce handlowej największych gospodarek.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w strefie euro, w tym w Niemczech, tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje relatywnie niskie, pomimo przyspieszenia kwartalnej dynamiki PKB w I kw. br. Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że pozostaje ona dobra, a kwartalna dynamika PKB w I kw. była wyższa niż w poprzednim kwartale. Jednocześnie podkreślano, że był to w dużej mierze efekt silnie rosnących zapasów przy osłabieniu importu. Zaznaczano również, że pozytywnym sygnałem jest stabilizacja tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach, co prawdopodobnie w znacznym stopniu wynika ze stymulacji zastosowanej przez tamtejsze władze.

Wskazywano, że mimo braku wyraźnego przyśpieszenia globalnego wzrostu gospodarczego, ceny ropy naftowej nadal stopniowo rosły. Członkowie Rady oceniali, że był to efekt przede wszystkim oddziaływania czynników podażowych. Zwracano uwagę, że wyższe ceny ropy naftowej na rynkach światowych przyczyniły się do pewnego podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie podkreślano, że wzrosła nieco także inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą zaznaczano, że po wyraźnym złagodzeniu jej nastawienia w marcu, komunikacja głównych banków centralnych dotycząca przyszłego kształtowania się warunków monetarnych nie zmieniła się, co odzwierciedla utrzymywanie się obaw o stan przyszłej koniunktury.

W szczególności zwracano uwagę, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów. EBC podtrzymuje także swoje zapowiedzi co do przewidywanego okresu utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie co najmniej do końca bieżącego roku oraz uruchomienia we wrześniu dodatkowych operacji TLTRO. W ostatnim okresie Rezerwa Federalna utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie, choć pojawiły się oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w kolejnych kwartałach. Jednocześnie Fed zaczął stopniowo ograniczać zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

Oceniając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, choć – zgodnie z szybkim szacunkiem GUS – tempo wzrostu PKB w I kw. br. było nieco niższe niż w poprzednich kwartałach. Członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi aktywności gospodarczej wciąż sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów, czemu towarzyszy wzrost inwestycji.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach, członkowie Rady wyrażali opinię, że dynamika PKB w bieżącym roku może być wyższa niż wskazuje marcową projekcją. Część członków Rady wskazywała przy tym, że dynamika PKB w I kw. br. okazała się wyższa od oczekiwań, a nastroje przedsiębiorstw poprawiły się w ostatnim okresie, co również świadczy o korzystnych perspektywach krajowej aktywności gospodarczej. Zaznaczano, że w tym samym kierunku oddziałuje także nadal bardzo dobra sytuacja pracowników na rynku pracy oraz programy fiskalne rządu. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że wskaźnik PMI w przetwórstwie przemysłowym utrzymuje się poniżej granicy 50 punktów, sygnalizując niepewność co do dalszego wzrostu aktywności w tym sektorze, w tym ryzyko, że w kolejnych miesiącach spowolnienie za granicą może się silniej przełożyć na sytuację w Polsce. Podkreślano, że najważniejszym źródłem ryzyka dla krajowej koniunktury jest skala i trwałość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że utrzymuje się wyraźny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a stopa bezrobocia nadal obniża się, osiągając kolejne historycznie niskie poziomy. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przekłada się to na utrzymujące się napięcia na rynku pracy, przejawiające się w sygnalizowanych przez przedsiębiorstwa problemach

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

ze znalezieniem pracowników, a także żądaniach płacowych różnych grup zawodowych. Wskazywano, że mimo to w I kw. br. dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce obniżyła się do 7,1% (wobec 7,7% w IV kw. 2018 r.), do czego przyczyniło się pewne osłabienie wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wyrażali obawy, że sytuacja na rynku pracy może w przyszłości zacząć się silnie przekładać na presję cenową.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce zaznaczano, że w ostatnich miesiącach wzrosła dynamika cen konsumpcyjnych. Członkowie Rady podkreślali, że mimo to inflacja utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Wskazywano, że częściowo do wzrostu inflacji przyczynił się wzrost cen paliw i żywności, wynikający w znacznym stopniu z wyższych cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz skutków zmniejszenia podaży wieprzowiny w Chinach, a także negatywnego oddziaływania zeszłorocznej suszy na ceny niektórych warzyw, a więc czynników pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej. Równocześnie podkreślano, że wzrosła także inflacja bazowa. Zaznaczano, że do wzrostu inflacji bazowej przyczynia się dobra koniunktura w gospodarce, choć w części wynika on także z wygaśnięcia czynników jednorazowych, które obniżały dotychczas jej poziom.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że inflacja po wyłączeniu cen energii i żywności przekroczyła 1,5%, przez co stopa referencyjna NBP deflowana tym wskaźnikiem stała się nieznacznie ujemna. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że realne oprocentowanie kredytów zaciąganych w bankach komercyjnych i instytucjach kredytowych jest nadal znacząco dodatnie.

Część członków Rady zaznaczała, że inflacja w kolejnych kwartałach powinna ustabilizować się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w kwietniu i pozostanie umiarkowana. Zdaniem niektórych członków Rady w kierunku wyższej inflacji będą oddziaływały wciąż korzystne uwarunkowania popytowe utrzymujące się w polskiej gospodarce, które znajdują odzwierciedlenie we wzroście cen usług. Członkowie ci wskazywali, że w warunkach wysokiego wykorzystania zasobów w gospodarce trudno ocenić jak długo przedsiębiorstwa będą mogły obniżać marże, aby uniknąć konieczności przełożenia rosnących kosztów produkcji na ceny. Zdaniem tych członków Rady inflację w kolejnych kwartałach może także podwyższać wzrost wydatków socjalnych, nawet jeżeli będzie mu towarzyszył niższy przyrost pozostałych wydatków sektora finansów publicznych. Inni członkowie Rady oceniali, że proinflacyjny wpływ zwiększenia wydatków socjalnych powinien być niewielki, w szczególności ze względu na możliwe przeznaczenie ich na oszczędności. Członkowie ci zaznaczali ponadto, że silna konkurencja cenowa oraz przewidywane w kolejnych kwartałach obniżenie dynamiki PKB będą ograniczały presję inflacyjną. Część członków Rady podkreślała, że czynnikiem niepewności jest kształtowanie się cen ropy naftowej na świecie i energii elektrycznej w Polsce w kolejnych latach.

Analizując zmiany oczekiwań inflacyjnych zaznaczano, że w ostatnim okresie struktura odpowiedzi na pytania ankietowe w badaniach oczekiwań zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych nie zmieniła się znacząco. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne uczestników rynku pozostają zakotwiczone w pobliżu celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennic. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, choć w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady podkreślała, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne, potencjalny wzrost dynamiki płac lub ewentualny wzrost cen energii przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 czerwca 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady zaznaczano, że tempo wzrostu w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie. Wskazywano, że nastroje w sektorze przemysłowym pozostają słabe i obniżają się obroty w handlu międzynarodowym. Towarzyszy temu jednak relatywnie dobra koniunktura w usługach. Zwracano także uwagę na podwyższoną niepewność dotyczącą kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach, wynikającą w znacznej mierze z dalszych możliwych zmian w polityce handlowej głównych gospodarek. Oceniano przy tym, że przeważa ryzyko silniejszego niż przewidują aktualne prognozy osłabienia aktywności gospodarczej na świecie.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w strefie euro, w tym w Niemczech, tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje na obniżonym poziomie. Zaznaczano, że choć w gospodarce niemieckiej dynamika PKB w I kw. była wyższa niż pod koniec ub.r., to wynikało to częściowo z czynników o charakterze przejściowym. Podkreślano, że wobec nadal słabej koniunktury w niemieckim przemyśle, dostępne prognozy przewidują niskie tempo wzrostu w tej gospodarce w bieżącym roku. Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że pozostaje ona jak dotychczas dobra. Z kolei analizując sytuację gospodarczą w Chinach zaznaczano, że choć w I kw. wzrost PKB w tej gospodarce ustabilizował się, to ostatnie dane wskazują na ryzyko osłabienia koniunktury w bieżącym kwartale.

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Wskazywano, że podwyższona niepewność dotycząca perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej przyczyniła się w ostatnim okresie do spadku – po wcześniejszym wyraźnym wzroście – cen ropy naftowej na rynkach światowych. Zaznaczano jednocześnie, że w ostatnich miesiącach nastąpił istotny wzrost cen niektórych produktów żywnościowych.

Odnosząc się do inflacji na świecie, wskazywano na pewien wzrost dynamiki cen w wielu krajach w kwietniu. Podkreślano, że wzrosła nieco także inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro. Część członków Rady oceniała przy tym, że wzrost dynamiki cen ma prawdopodobnie charakter przejściowy. Niektórzy członkowie zwracali uwagę, że inflacja w gospodarkach rozwijających się pozostaje wyższa niż w krajach rozwiniętych.

Nawiązując do polityki pieniężnej za granicą zaznaczano, że główne banki centralne – wobec obaw o pogorszenie koniunktury – łagodzą retorykę dotyczącą polityki pieniężnej w przyszłości. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, podtrzymując zapowiedź pozostawienia stóp procentowych na dotychczasowym poziomie w kolejnych kwartałach. Ponadto EBC nadal reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów i zapowiada uruchomienie dodatkowych operacji TLTRO we wrześniu. Także Rezerwa Federalna utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, przy rosnących oczekiwaniach na ich obniżkę w bieżącym roku. Jednocześnie Fed zaczął stopniowo ograniczać zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura. Wskazywano, że w I kw. br. roczne tempo wzrostu PKB wyniosło 4,7% i było wyższe od prognoz. Członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi aktywności gospodarczej wciąż sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie zaznaczano, że w I kw. wyraźnie wzrosły inwestycje w gospodarce. Zwracano przy tym uwagę na wysoką dynamikę nakładów inwestycyjnych średnich i dużych firm, która sugeruje istotne ożywienie inwestycji w sektorze przedsiębiorstw. Podkreślano, że mimo osłabienia koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w I kw. br. utrzymał się istotny wzrost eksportu, a eksport netto miał dodatni wkład do wzrostu PKB. Wzrost eksportu wspierany był przez ożywienie sprzedaży zagranicznej do krajów spoza strefy euro, co – w opinii części członków Rady – może wskazywać na przystosowywanie się przedsiębiorstw do osłabienia koniunktury w najbliższym otoczeniu i przesuwanie części produkcji na inne rynki zbytu.

Członkowie Rady zwracali także uwagę na utrzymującą się dobrą sytuację finansową sektora przedsiębiorstw. Zaznaczali oni, że pewne obniżenie wyniku finansowego netto w I kw. wynikało głównie z pogorszenia sytuacji w energetyce i górnictwie. Natomiast w zdecydowanej większości pozostałych branż, wyniki finansowe poprawiły się. Podkreślano także, że o pozytywnej sytuacji finansowej firm świadczy stabilny poziom zysku ze sprzedaży.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady ocenili, że dynamika PKB w bieżącym roku może być nieco wyższa niż oczekiwano w marcowej projekcji. Wskazywano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego, czemu sprzyjać będą bardzo optymistyczne nastroje konsumentów wobec korzystnej dla nich sytuacji

na rynku pracy oraz wprowadzonych i zapowiedzianych przez rząd świadczeń społecznych. Część członków Rady oceniała, że skala wpływu spowolnienia wzrostu za granicą na Polską gospodarkę, może być w kolejnych kwartałach – podobnie jak dotychczas – słabsza niż zakładano wcześniej. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że istnieje ryzyko osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Wskazuje na to utrzymujący się poniżej granicy 50 punktów wskaźnik PMI oraz wyniki innych badań koniunktury, sugerujące, że wzrost aktywności w przemyśle był dotychczas podtrzymywany przez realizację narosłych wcześniej zaległości produkcyjnych. Podkreślano, że najważniejszym źródłem niepewności dla krajowej koniunktury jest skala i trwałość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski i siła jego przełożenia na polską gospodarkę.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że bezrobocie utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w dalszym ciągu zwiększa się w relatywnie szybkim tempie. Natomiast liczba osób pracujących według BAEL w I kw. była nieznacznie niższa niż przed rokiem. W ocenie członków Rady, rozbieżności między danymi z sektora przedsiębiorstw i z BAEL mogą częściowo wynikać z rosnącego udziału pracowników ze Wschodu wśród nowozatrudnionych, a także ze zmiany form zatrudnienia. Część członków Rady oceniała, że ostatnie dane z rynku pracy – w tym o liczbie nowych ofert pracy – mogą sugerować, że wzrost popytu na pracę słabnie. Jednocześnie wzrost wynagrodzeń – zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce – pozostaje stabilny i zbliżony do 7%. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że stabilizacji dynamiki płac sprzyjają wprowadzone programy społeczne, podnoszące dochód rozporządzalny gospodarstw domowych i – przez to – ograniczające ich presję na podwyżki płac.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce zaznaczano, że w ostatnich miesiącach wzrosła dynamika cen konsumpcyjnych, jednak pozostaje ona na umiarkowanym poziomie. Wskazywano, że do wzrostu inflacji przyczyniła się częściowo wyższa dynamika cen paliw i żywności. Podkreślano, że wzrosła także inflacja bazowa, co odzwierciedlało wyraźny wzrost dynamiki cen usług w warunkach utrzymującej się korzystnej sytuacji polskich konsumentów. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że dynamika wzrostu cen notowana przez część gospodarstw domowych może być wyższa od inflacji CPI liczonej dla przeciętnego gospodarstwa domowego.

Część członków Rady zaznaczała, że inflacja w kolejnych miesiącach powinna pozostać zbliżona do odnotowanej w maju. Podkreślano także, że istnieje niepewność dotycząca kształtowania się inflacji na początku przyszłego roku. Wskazywano, że w przypadku dostosowania się cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych do uwarunkowań rynkowych, dynamika cen konsumpcyjnych w I kw. przyszłego roku może wzrosnąć. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że taki wzrost może przyczynić się do podwyższenia oczekiwań inflacyjnych. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że wzrost inflacji na początku przyszłego roku – jeżeli nastąpi – będzie krótkotrwały, a w dalszej części 2020 r. inflacja prawdopodobnie będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. Część członków Rady podkreślała, że czynnikiem niepewności jest kształtowanie się cen ropy naftowej i produktów żywnościowych na świecie w kolejnych latach.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci oceniali, że przyczynia się to do zwiększania akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, w warunkach wysokiego – w ich ocenie – zadłużenia tych podmiotów. Inni członkowie

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Rady zaznaczali natomiast, że realne oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych jest nadal znacząco dodatnie. Jednocześnie członkowie ci wyrażali opinię, że do wzrostu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych przyczynia się ich dobra sytuacja finansowa poprawiająca zdolność kredytową. Przy czym dynamika wzrostu zobowiązań tych podmiotów wobec sektora bankowego pozostaje – w opinii tych członków Rady – umiarkowana. Wskazywano również na relatywnie niską dynamikę kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, która – zdaniem niektórych członków Rady – mogła być efektem ograniczonej podaży po stronie banków. Część członków Rady oceniała natomiast, że wzrost tych kredytów jest ograniczany przez niski popyt, wynikający ze znacznej skali finansowania działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw ze środków własnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB w bieżącym roku może być nieco wyższa niż oczekiwano w marcowej projekcji. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady podkreślała, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne, potencjalny wzrost dynamiki płac lub ewentualny wzrost cen energii przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lipca 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że tempo wzrostu aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie. Nastroje w sektorze przemysłowym są nadal słabe i obniżają się obroty w handlu międzynarodowym. Jednocześnie, choć sytuacja w sektorze usług pozostaje relatywnie dobra, to napływające informacje wskazują na jej możliwe pogorszenie w kolejnych miesiącach.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

Towarzyszy temu podwyższona niepewność dotycząca kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach, wynikająca częściowo z dalszych możliwych zmian w polityce handlowej głównych gospodarek.

Członkowie Rady zaznaczali, że w strefie euro utrzymuje się obniżona dynamika aktywności gospodarczej. Zwracano uwagę na osłabioną koniunkturę w przemyśle tej strefy, podkreślając, że produkcja przemysłowa w Niemczech obniżyła się w ostatnim okresie. Towarzyszy temu nadal dobra sytuacja w sektorze usług. Część członków Rady oceniała jednak, że utrzymująca się dekonunktura w przemyśle może z czasem wpłynąć negatywnie na nastroje gospodarstw domowych i oddziaływać w kierunku osłabienia aktywności w usługach. Podkreślano, że według dostępnych prognoz dynamika PKB w strefie euro będzie w bieżącym roku wyraźnie niższa niż w 2018 r. Część członków Rady zaznaczała, że istnieje znaczne ryzyko, że wzrost w tej strefie będzie wolniejszy od prognoz, szczególnie gdyby wprowadzono cła na eksport części produktów europejskich do Stanów Zjednoczonych.

Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych, wskazywano, że pozostaje ona dobra. Przy czym ostatnie odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują możliwe osłabienie aktywności w tej gospodarce w kolejnych kwartałach, a prognozy wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki PKB. Z kolei analizując sytuację gospodarczą w Chinach zaznaczano, że napływające dane wskazują na pogorszenie koniunktury w II kw. 2019 r.

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych, wskazywano, że w ostatnim okresie utrzymywała się podwyższona zmienność cen ropy naftowej, które jednak pozostawały niższe niż przed rokiem. Towarzyszył temu wzrost cen części produktów żywnościowych na rynkach światowych. Podkreślano, że inflacja w wielu krajach utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Zwracano uwagę, że w strefie euro inflacja obniżyła się w ostatnim okresie, a inflacja bazowa ukształtowała się poniżej 1%.

Nawiązując do polityki pieniężnej za granicą, zwracano uwagę na wyraźną zmianę retoryki głównych banków centralnych w ostatnich miesiącach. Wskazywano, że Rezerwa Federalna – choć dotychczas utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie – to stopniowo ograniczała zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując możliwość poluzowania polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów. Jednocześnie EBC wydłużył sygnalizowany okres utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie oraz wskazał na możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Część członków Rady zaznaczyła, że także w regionie Europy Środkowo-Wschodniej – mimo, iż w części gospodarek inflacja kształtuje się powyżej celów inflacyjnych – banki centralne nie sygnalizują zacieśniania polityki pieniężnej.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Napływające dane wskazują także na kontynuację znaczącego wzrostu inwestycji i eksportu.

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB powinna utrzymać się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego. Część członków Rady oceniła, że wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Członkowie ci wyrażali opinię, że możliwe jest także spowolnienie wzrostu eksportu, w sytuacji ewentualnego pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych i osłabienia popytu konsumpcyjnego w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. Członkowi ci zaznaczali także, że w sytuacji silniejszego osłabienia koniunktury w strefie euro, dynamika PKB w Polsce może być niższa od prognozowanej w lipcowej projekcji NBP. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że tempo wzrostu gospodarczego może ukształtować się powyżej poziomu oczekiwanego w lipcowej projekcji. Oceniali oni, że wpływ spowolnienia wzrostu za granicą na polską gospodarkę może być w kolejnych kwartałach – podobnie jak dotychczas – niewielki i słabszy od oczekiwań.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w maju obniżyła się. Część członków Rady oceniła, że może to sygnalizować stabilizowanie się popytu na pracę. Jednocześnie wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, mimo nieco wyższej dynamiki w maju, rosą w relatywnie stabilnym tempie. Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem niepewności dla przyszłej sytuacji na rynku pracy jest zmiana przepisów regulujących zatrudnienie pracowników spoza UE w Niemczech. Wskazywano, że może się to przyczynić do odpływu z polskiego rynku pracy części pracowników z Ukrainy, ale skala tego zjawiska jest trudna do oszacowania. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ograniczenie liczby pracowników z Ukrainy aktywnych na polskim rynku pracy wraz z oczekiwanym przez tych członków Rady wzrostem dynamiki płac w sektorze publicznym, może przyczynić się do przyśpieszenia wzrostu wynagrodzeń w gospodarce, a co za tym idzie dynamiki cen. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki PKB w Polsce, ryzyko przyśpieszenia wzrostu płac i inflacji jest niskie.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach wzrosła, jednak pozostaje na umiarkowanym poziomie. Do wzrostu inflacji przyczyniła się częściowo wyższa dynamika cen paliw i żywności. Towarzyszył temu wzrost inflacji bazowej. Część członków Rady podkreślała, że inflacja bazowa wzrosła w umiarkowanym stopniu i pozostaje istotnie niższa od inflacji CPI. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost inflacji bazowej – wraz z wyższą dynamiką cen dóbr znajdujących się pod wpływem krajowej koniunktury i cen usług – wskazuje na narastanie presji popytowej w gospodarce.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z projekcją NBP dynamika cen w niemal całym horyzoncie projekcji ma pozostać zbliżona do 2,5%, z wyjątkiem początku 2020 r., gdy ze względu na oddziaływanie przejściowych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej czynników, może znaleźć się na wyższym poziomie, choć nadal poniżej górnej granicy odchyień od celu. Członkowie ci zwracali uwagę, że ma temu towarzyszyć jedynie stopniowy wzrost inflacji bazowej. Część członków Rady wyrażała opinię, że w przypadku ewentualnego silniejszego obniżenia dynamiki PKB w strefie euro i – w konsekwencji – w Polsce, dynamika cen może być niższa od prognozowanej. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że ścieżka inflacji z lipcowej projekcji NBP jest wyższa niż w projekcji z marca, a dynamika cen ma kształtować się w górnym

przedziale odchyień od celu przez większość uwzględnionego w niej okresu. Wyrażali oni opinię, że do wzrostu inflacji w kolejnych latach przyczynić się może oczekiwany przez tych członków Rady dalszy wzrost dynamiki cen usług oraz silniejsze przełożenie rosnących kosztów przedsiębiorstw na ceny produktów końcowych. Członkowie ci oceniali, że przewidywany wyższy poziom inflacji na początku przyszłego roku może się utrwalić, a dynamika cen w całym horyzoncie projekcji może być wyższa od prognozowanej.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci zaznaczali, że wobec prognozowanego wzrostu inflacji, stabilizacja stóp NBP będzie przyczyniała się do dalszego obniżania się stóp realnych, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu akcji kredytowej. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że realne stopy procentowe w Polsce są jednymi z najwyższych w Europie, a tempo wzrostu kredytu jest umiarkowane i niższe od dynamiki depozytów.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem tych członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie inflacja pozostanie umiarkowana i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady zaznaczała, że w sytuacji wyraźnego wzrostu cen, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Natomiast niektórzy członkowie Rady ocenili, że tempo wzrostu gospodarczego i dynamika cen będą prawdopodobnie wyższe niż wskazuje aktualna projekcja. W efekcie, inflacja może – ich zdaniem – przekraczać cel inflacyjny w kolejnych latach. Ponadto wraz z oczekiwanym wzrostem dynamiki cen, obniżyć się będzie poziom realnych stóp procentowych, co mogłoby – w opinii tych członków Rady – nadmiernie stymulować akcję kredytową i rodzić problem zbyt dużego zadłużenia gospodarstw domowych. W opinii tych członków Rady, dążąc do utrzymania stabilności cen i ograniczenia wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych, wskazane jest podwyższenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym

okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 września 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że tempo wzrostu aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie, a perspektywy globalnej koniunktury pogorszyły się. Obroty w handlu międzynarodowym obniżają się, co w połączeniu z zapowiedziami dalszych działań nakierowanych na zwiększenie barier handlowych znajduje odzwierciedlenie w utrzymującej się dekonunkturze w sektorze przemysłowym. Jednocześnie sytuacja w sektorze usług pozostaje relatywnie dobra, jednak napływające informacje sygnalizują możliwość jej pogorszenia w kolejnych miesiącach. Podkreślano, że w efekcie niepewność dotycząca kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach wzrosła w ostatnich miesiącach. Część członków Rady wskazywała, że – oprócz zmian w polityce handlowej głównych gospodarek – negatywnie na aktywność w wielu krajach oddziałuje prawdopodobnie także tendencja do hamowania koniunktury po wielu latach ekspansji.

Członkowie Rady zaznaczali, że dynamika PKB w strefie euro w II kw. br. utrzymała się na niskim poziomie. Zwracano uwagę, że mimo nadal dobrej sytuacji w sektorze usług, aktywność w sektorze przemysłowym się obniża. Wskazywano, że głównym źródłem wzrostu strefy euro wciąż jest popyt konsumpcyjny wspierany przez relatywnie dobre nastroje konsumentów i poprawę warunków na rynku pracy względem poprzednich lat. Spada jednak produkcja przemysłowa, szczególnie wrażliwa na koniunkturę w handlu międzynarodowym. Część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach dekoniktura w przemyśle może zacząć negatywnie oddziaływać na nastroje gospodarstw domowych i przełożyć się na osłabienie aktywności w usługach. Podkreślano, że w Niemczech w II kw. br. nastąpiło obniżenie się PKB w ujęciu kwartalnym, a prognozy wskazują na możliwość dalszego spadku PKB w III kw. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że niemiecki minister finansów zasygnalizował gotowość do stymulacji fiskalnej, gdyby niemieckiej gospodarce groził kryzys.

Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych, wskazywano, że wzrost PKB w II kw. br. był tam wyższy niż w strefie euro, ale spowolnił względem poprzednich kwartałów. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują możliwe dalsze osłabienie aktywności w gospodarce amerykańskiej w kolejnych kwartałach, co przekłada się na rewizję w dół prognoz PKB dla Stanów Zjednoczonych na 2019 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że już obecnie wiele wskaźników sygnalizuje rosnące ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych w kolejnych kwartałach. Podkreślali oni, że ewentualna recesja w tym kraju bardzo negatywnie wpłynęłaby na perspektywy gospodarki światowej, w tym strefy euro, Niemiec – i w konsekwencji – także Polski.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki zaznaczano, że również w Chinach wzrost PKB spowolnił w II kw. br., osiągając najniższy poziom od 1992 r.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych, wskazywano, że w ostatnich miesiącach ceny ropy naftowej na rynkach światowych obniżyły się. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że spadek cen nastąpił mimo zwiększenia napięć geopolitycznych. Podkreślano, że czynnikiem stabilizującym rynek jest rozbudowa zdolności wydobywczych i transportowych ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych. Część członków Rady wskazywała, że spadek cen ropy jest efektem spowalniania tempa wzrostu światowej gospodarki oraz utrzymujących się negatywnych sygnałów dotyczących perspektyw światowej koniunktury. Podkreślano, że niższe ceny ropy naftowej znalazły także odzwierciedlenie w obniżeniu się inflacji w największych gospodarkach rozwiniętych oraz silnym obniżeniu oczekiwań inflacyjnych w tych krajach.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, zwracano uwagę na rozpoczęcie przez wiele banków centralnych łagodzenia polityki pieniężnej. Podkreślano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów, jednocześnie sygnalizując możliwość poluzowania swojej polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Wskazywano także, że Rezerwa Federalna w lipcu br. obniżyła stopy procentowe, a w sierpniu zaprzestała zmniejszania swojej sumy bilansowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że – mimo ostrożnej retoryki Fed co do dalszych obniżek stóp – należy oczekiwać kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną w kolejnych miesiącach. Zaznaczano, że obawy o przyszłe kształtowanie się koniunktury negatywnie wpływają na nastroje na rynkach finansowych, prowadząc do wzrostu niepewności i zmienności wycen instrumentów finansowych, a także oddziałując w kierunku silnego obniżenia się rentowności papierów dłużnych. W efekcie, obecnie znaczna część obligacji z krajów rozwiniętych ma ujemną rentowność.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce – mimo osłabienia wzrostu gospodarczego za granicą – utrzymuje się dobra koniunktura, a tempo wzrostu PKB w II kw. br. wyniosło 4,5% r/r. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Wskazywano, że w II kw. rosły także – mimo pewnego obniżenia dynamiki – inwestycje. Jednocześnie obniżyło się tempo wzrostu eksportu i importu.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB powinna utrzymać się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie, choć prawdopodobnie nieco niższym niż przewidywano w lipcowej projekcji. Zaznaczano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę na pozytywny wpływ impulsu fiskalnego na dynamikę PKB. Część członków Rady wskazywała, że wskaźniki koniunktury sygnalizują jednak możliwość osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Członkowie ci zaznaczali, że w warunkach spowolnienia za granicą i wolniejszego napływu środków z Unii Europejskiej, może nastąpić spowolnienie inwestycji. Zaznaczano, że najważniejszym źródłem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej jest skala i trwałość dekonunktury w strefie euro, w tym w Niemczech.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na obniżanie się dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz brak dalszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń. Część członków Rady oceniała, że może to sygnalizować stabilizowanie się popytu na pracę. Zdaniem tych członków Rady, wzrost płac

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

w całej gospodarce nadal nie jest czynnikiem, który powodowałby nadmierny wzrost cen, gdyż w warunkach istotnego wzrostu wydajności pracy, dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostaje niska.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że w sierpniu br. – według szybkiego szacunku GUS – inflacja wyniosła 2,8% r/r. Zwracano uwagę, że w kierunku wyższej dynamiki cen oddziałuje głównie istotny wzrost cen żywności, wynikający w części z epidemii ASF w Chinach, a także suszy rolniczej w Polsce, a więc czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej. Ograniczająco na dynamikę cen wpływają natomiast niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Część członków Rady podkreślała, że inflacja jest zgodna z celem inflacyjnym NBP, a inflacja bazowa – mimo przyspieszenia – pozostaje istotnie niższa od inflacji CPI. Członkowie ci wskazywali, że szybciej niż w poprzednich latach rosną ceny usług, ale po części jest to spowodowane wysoką dynamiką cen usług administrowanych, a po części odzwierciedla procesy towarzyszące realnej konwergencji. Inni członkowie Rady zaznaczali, że relatywnie wysoka dynamika cen usług wynika również z barier podażowych, przy relatywnie silnym wzroście popytu. Zdaniem tych członków Rady podobna sytuacja ma miejsce w sektorze budowlanym, gdzie wiele firm sygnalizuje wysokie wykorzystanie swoich zdolności wytwórczych. Jednocześnie podkreślano, że inflacja cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyła się w ostatnich miesiącach i obecnie kształtuje się na bardzo niskim poziomie.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z najnowszymi prognozami NBP dynamika cen do końca 2019 r. prawdopodobnie wzrośnie jedynie nieznacznie, natomiast w I kw. 2020 r. inflacja może przejściowo przyspieszyć w okolice górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego. Członkowie ci podkreślali, że wzrost inflacji na początku 2020 r. będzie w znacznej mierze wynikał ze statystycznego efektu bazy oraz założonego wzrostu cen energii. Podkreślano, że – według aktualnych prognoz – w kolejnych miesiącach 2020 r. inflacja będzie się jednak obniżać i w połowie roku spadnie w pobliże 2,5%. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na konieczność obserwowania zmian oczekiwań inflacyjnych.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci argumentowali, że bardzo niskie stopy procentowe zmniejszają skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania oraz sprzyjają poszukiwaniu bardziej rentowych, ale jednocześnie bardziej ryzykownych form lokowania oszczędności. Zdaniem tych członków Rady niskie stopy procentowe negatywnie wpływają na sytuację w sektorze bankowym, co wzmacnia tendencje do koncentracji aktywności banków w segmentach rynku charakteryzujących się wysokimi marżami. W tym kontekście wskazywano na relatywnie wysoką dynamikę kredytów konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych oraz na niskie tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że realne oprocentowanie kredytów w Polsce jest wyraźnie dodatnie.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Zdaniem tych członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim

poziomie, choć będzie się stopniowo obniżać. Wzrosła jednak niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą i jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Jednocześnie inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego, przy prognozowanym stopniowym obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady wzrosła jednak niepewność co do kształtowania się koniunktury gospodarczej i dynamiki cen w przyszłości.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach nasiliły się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury, w tym istotnie wzrosło ryzyko recesji w gospodarce amerykańskiej. W opinii tych członków Rady, czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Podtrzymana została także opinia, że w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie dalszego obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 października 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że tempo wzrostu aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie, a perspektywy globalnej koniunktury nadal się pogarszają. Zaznaczano, że negatywnie na wzrost aktywności na świecie oddziałuje utrzymująca się dekonunktura w sektorze przemysłowym. Podkreślano, że choć sytuacja w sektorze usług pozostaje relatywnie dobra, to napływające informacje wskazują na prawdopodobne osłabienie aktywności także w tym sektorze w kolejnych miesiącach.

Członkowie Rady zaznaczali, że w strefie euro tempo wzrostu aktywności gospodarczej utrzymuje się na niskim poziomie, a dynamika PKB w III kw. była tam prawdopodobnie niższa niż w poprzednim kwartale. Napływające informacje sygnalizują nasilanie się dekonunktury w sektorze przemysłowym

strefy euro, co zaczyna negatywnie oddziaływać na – dotychczas relatywnie wysoką – aktywność w sektorze usług.

Zaznaczano, że w Niemczech utrzymuje się słaba koniunktura, a perspektywy wzrostu tej gospodarki pogorszyły się. Część członków Rady oceniała, że w III kw. gospodarka ta prawdopodobnie znalazła się w recesji. Napływające informacje wskazują, że pogarszającej się nadal sytuacji w niemieckim przemyśle towarzyszy osłabianie się aktywności w sektorze usług oraz obniżanie się dynamiki zatrudnienia. Część członków Rady wyrażała opinię, że zwiększa to ryzyko osłabienia się w kolejnych kwartałach popytu konsumpcyjnego stanowiącego dotychczas główny czynnik niemieckiego wzrostu gospodarczego.

W Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje korzystna, jednak gospodarka ta znajduje się w fazie spowolnienia. Odczyty wskaźników koniunktury dotyczących zarówno przemysłu, jak i usług sygnalizują, że w III kw. tempo wzrostu aktywności w tej gospodarce obniżyło się. Część członków wyrażała opinię, że słabszy wzrost aktywności w tych sektorach będzie działał ograniczająco na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach. Zaznaczano, że wobec notowanego spadku eksportu głównym czynnikiem wzrostu w gospodarce amerykańskiej pozostanie rosnąca konsumpcja. Zwracano uwagę, że czynnikiem ryzyka dla popytu konsumpcyjnego jest pogorszenie się nastrojów gospodarstw domowych w ostatnim okresie. W przypadku ewentualnego osłabienia konsumpcji dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych może – zdaniem części członków Rady – obniżyć się w kolejnych kwartałach silniej niż wskazują prognozy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wiele wskaźników sygnalizuje rosnące ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że perspektywy wzrostu w największych gospodarkach wschodzących również się pogarszają. Zaznaczano, że w Chinach – po prawdopodobnym spowolnieniu aktywności w III kw. – prognozowane jest dalsze obniżanie się dynamiki PKB. W ostatnim okresie wyraźnie zrewidowano w dół prognozy wzrostu gospodarczego w Indiach. Z kolei w Rosji dynamika PKB – mimo oczekiwanego nieznacznego wzrostu – prawdopodobnie utrzyma się na niskim poziomie.

Na światowych rynkach surowcowych ceny ropy naftowej we wrześniu wzrosły, ale pozostawały niższe niż przed rokiem. Zwracano uwagę, że po przejściowym silnym wzroście cen tego surowca, związanym z atakiem na rafinerie w Arabii Saudyjskiej, w ostatnim okresie nastąpił spadek jego cen. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że obniżenie cen tego surowca wynikało z czynników podażowych. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że do spadku cen ropy przyczyniają się także negatywne perspektywy popytu na ten surowiec związane z obniżającym się tempem wzrostu gospodarczego na świecie. Podkreślano, że niższe niż przed rokiem ceny ropy naftowej oddziałują w kierunku obniżenia dynamiki cen w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro.

Członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnim okresie wiele banków centralnych złagodziło politykę pieniężną. W szczególności, we wrześniu poluzował ją Europejski Bank Centralny, obniżając stopę depozytową głębiej poniżej zera i ogłaszając wznowienie programu skupu aktywów oraz łagodząc warunki długoterminowych operacji refinansujących. Jednocześnie EBC zasygnalizował prawdopodobne utrzymywanie stóp procentowych na obecnym lub niższym poziomie w kolejnych kwartałach. Także Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych złagodziła politykę pieniężną, ponownie

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

obniżając stopy procentowe. Część członków Rady zaznaczała, że oczekiwania rynkowe wskazują na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady oceniali, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż napływające dane wskazują na obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w III kw. Zaznaczano, że do osłabienia wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce przyczynia się głównie postępujące pogarszanie się koniunktury za granicą. Znajduje ono odzwierciedlenie w obniżającej się dynamice eksportu oraz w spadku – w sierpniu br. – produkcji przemysłowej. Wskazywano, że stabilizująco na dynamikę PKB oddziałuje natomiast rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Oceniano, że nadal rosną także inwestycje w gospodarce, choć prawdopodobnie wolniej niż w I półroczu br., na co wskazuje spowolnienie wzrostu produkcji budowlano-montażowej w ostatnich miesiącach.

W ocenie Rady, w najbliższych latach dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie. Zaznaczano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego, czemu będzie sprzyjać utrzymujący się wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikający z korzystnej sytuacji na rynku pracy, a także podwyżki płacy minimalnej w 2020 r. oraz wypłat świadczeń i obniżenia obciążeń podatkowych. Jednocześnie część członków Rady oceniała, że ze względu na pogarszające się perspektywy światowej koniunktury oraz pojawiające się sygnały ich przekładania się na aktywność polskiego przemysłu tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach może być niższe od przewidywanego w lipcowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że dynamika PKB może być nieco wyższa od prognozowanej. Oceniali oni, że obniżony popyt na polskie produkty ze strony najważniejszych partnerów handlowych może być zastępowany przez zwiększoną sprzedaż na inne zagraniczne rynki zbytu oraz na rynek wewnętrzny. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że także dynamika inwestycji może być wyższa od prognoz ze względu na pozytywny wpływ realizowanych inwestycji publicznych na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw. Jednocześnie członkowie Rady zwracali uwagę, że niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą w ostatnim okresie ponownie wzrosła.

Napływające dane dotyczące zatrudnienia i wynagrodzeń potwierdzają utrzymywanie się dobrej sytuacji na rynku pracy. Część członków Rady oceniała przy tym, że popyt na pracę prawdopodobnie słabnie, na co wskazuje spowolnienie wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz dane o liczbie nowo utworzonych miejsc pracy i ofertach zatrudnienia. Jednocześnie stopa bezrobocia utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Zwracano uwagę, że towarzyszy temu stabilna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.

Wskazywano, że inflacja we wrześniu – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 2,6% r/r. Zaznaczano, że mimo spadku cen żywności w ujęciu miesięcznym ich roczna dynamika pozostaje wysoka i jest głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji. Ograniczająco na dynamikę cen wpływają natomiast niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, który – w opinii części członków Rady – jest spójny z aktualną pozycją cykliczną polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że rosnąca dynamika cen usług oraz dóbr pozostających pod wpływem krajowej koniunktury może

wskazywać na nasilanie się presji popytowej. Zwracano także uwagę, że dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu pozostaje niska.

Według bieżących prognoz inflacja w kolejnych miesiącach może nieznacznie wzrosnąć, a w I kw. 2020 r. wzrost cen może przejściowo przyspieszyć i kształtować się w pobliżu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Część członków Rady zaznaczała, że prognozowany wzrost inflacji na początku 2020 r. będzie w znacznej mierze wynikał ze statystycznego efektu bazy oraz założonego wzrostu cen energii. Podkreślali oni, że – według aktualnych prognoz – w kolejnych miesiącach 2020 r. inflacja będzie się obniżać i w perspektywie roku ukształtuje się w pobliżu 2,5%. Większość członków Rady oceniała, że czynnikiem niepewności dotyczącym możliwego wzrostu inflacji na początku przyszłego roku są trudne do przewidzenia zmiany regulacyjne na rynku energii elektrycznej. Część z członków Rady wyrażała opinię, że w przypadku dalszego pogarszania się koniunktury na świecie i jej silniejszego wpływu na krajową sytuację gospodarczą dynamika cen w kolejnych kwartałach 2020 r. może obniżyć się silniej od prognoz. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że negatywny wpływ dekonunktury za granicą na inflację w Polsce może być ograniczony, jeśli będzie jej towarzyszyć zwiększona sprzedaż krajowa. Członkowie ci wskazywali także, że wzrostowi dynamiki cen może sprzyjać relatywnie wysoka i przekraczająca tempo wzrostu wydajności pracy dynamika wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem niepewności dla perspektyw inflacji jest kształtowanie się cen ropy naftowej na rynkach światowych.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnim okresie dynamika kredytu konsumpcyjnego i podaży pieniądza utrzymuje się na wysokim poziomie, przekraczającym tempo wzrostu nominalnego PKB. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że łączne tempo wzrostu kredytu dla sektora niefinansowego nie jest obecnie nadmierne.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem tych członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie, choć będzie się stopniowo obniżać. Wzrosła jednak niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą i jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Jednocześnie inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia się dynamiki cen od celu inflacyjnego, przy prognozowanym stopniowym obniżaniu się tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady

wzrosła jednak niepewność co do kształtowania się koniunktury gospodarczej i dynamiki cen w przyszłości, a prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza obniżyło się.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach nasiliły się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury. W opinii tych członków Rady czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia się inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Podtrzymana została także opinia, że w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie dalszego obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niska oraz utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw kształtowania się globalnej koniunktury. Zwracano przy tym uwagę, że produkcja przemysłowa spada w ujęciu rocznym w prawie wszystkich największych gospodarkach świata, a prognozy globalnego wzrostu gospodarczego są obniżane. W efekcie, zgodnie z niektórymi prognozami, dynamika światowego PKB w tym roku może być najniższa od 10 lat, a w 2020 r. ma ona pozostać niska, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych.

W strefie euro roczna dynamika PKB w III kw. br. pozostała niska. Wskazywano, że negatywnie na wzrost PKB w tej gospodarce oddziałuje dekoniunktura w przemyśle. W związku z tym zwracano uwagę, że wskaźnik PMI dotyczący koniunktury w przemyśle strefy euro wciąż sugeruje utrzymywanie się tendencji recesyjnych, choć w ostatnim okresie przestał się pogarszać. Podkreślano zarazem, że koniunktura w usługach w strefie euro pozostaje korzystna, jednak część członków Rady zauważała, że wskaźnik dotyczący nowych zamówień w tym sektorze wyraźnie się obniżył, co może sygnalizować pogorszenie się koniunktury w usługach w nadchodzącym okresie.

Zaznaczano, że w Niemczech kwartalne tempo wzrostu PKB w III kw. br. prawdopodobnie pozostało niskie. Podkreślano, że produkcja przemysłowa w tej gospodarce silnie spada już od kilku miesięcy, a napływające dane o koniunkturze sugerują kontynuację negatywnych tendencji w przemyśle. Zwracano uwagę, że prognozy wzrostu PKB dla tej gospodarki przewidują niski wzrost gospodarczy również w 2020 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że we Francji koniunktura pozostaje lepsza niż w Niemczech.

Członkowie Rady oceniali, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje relatywnie korzystna, jednak tempo wzrostu PKB w III kw. br. w tej gospodarce się zmniejszyło. Podkreślano, że wzrost PKB w tej gospodarce wciąż podtrzymuje konsumpcja, wspierana przez solidne tempo wzrostu wynagrodzeń i niskie bezrobocie. Natomiast roczne dynamiki inwestycji i eksportu były w III kw. zbliżone do zera.

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Inflacja w wielu krajach na świecie w ostatnich miesiącach się obniżyła i pozostaje umiarkowana. Zwracano w związku z tym uwagę na spadek inflacji w strefie euro, w tym w jej największych gospodarkach, wyraźnie poniżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen Europejskiego Banku Centralnego. Jednocześnie wskazywano, że w szybciej rosnących gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej, należących do tego obszaru walutowego, inflacja jest wyższa.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ceny ropy naftowej na świecie utrzymują się na umiarkowanym poziomie, co jest jednym z czynników sprzyjających niskiej inflacji. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że ceny tego surowca mogą pozostać umiarkowane również w kolejnych kwartałach ze względu na niski wzrost gospodarczy na świecie oraz spodziewany wzrost produkcji ropy.

Członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnim okresie wiele banków centralnych złagodziło politykę pieniężną. Wskazywano przy tym, że Rezerwa Federalna w październiku po raz trzeci w tym roku obniżyła stopy procentowe, sygnalizując jednocześnie prawdopodobny brak zmian stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z aktualnymi oczekiwaniami rynkowymi kolejną decyzją Rezerwy Federalnej może być dalsza obniżka stóp procentowych, choć nie w najbliższych miesiącach.

Podkreślano, że Europejski Bank Centralny, po poluzowaniu polityki pieniężnej we wrześniu, w październiku nie zmienił jej parametrów. Wskazywano przy tym, że rynki finansowe oczekują dalszych cięć stopy depozytowej EBC w przyszłości i spodziewają się, że stopa ta pozostanie ujemna przez kilka najbliższych lat.

Członkowie Rady zaznaczali, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż napływające dane wskazują na prawdopodobne obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w III kw. br., przede wszystkim ze względu na osłabienie koniunktury za granicą. Podkreślano, że na obniżenie rocznej dynamiki PKB w III kw. br. wskazuje niższa dynamika produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w tym okresie. Zwracano przy tym uwagę na dalszy – choć prawdopodobnie wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost inwestycji w III kw. br. Część członków Rady zaznaczała, że spadek wskaźnika PMI w ostatnim okresie sugeruje, że pogorszenie koniunktury za granicą przekłada się na zmianę oceny koniunktury przez część przedsiębiorców. Część członków Rady zwracała uwagę, że pomimo niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w strefie euro, utrzymuje się wzrost polskiego eksportu, czemu sprzyja większa dywersyfikacja geograficzna jego odbiorców.

Członkowie Rady oceniali, że pozytywnie na koniunkturę gospodarczą w Polsce oddziałuje dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego, związany z bardzo dobrymi nastrojami konsumentów, korzystną sytuacją na rynku pracy i wypłatami świadczeń społecznych. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że choć sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, to roczne tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniża się, a dynamika wynagrodzeń pozostaje stabilna.

Członkowie Rady oceniali, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Większość członków Rady była przy tym zdania, że dynamika PKB będzie prawdopodobnie zbliżona do przedstawionej w listopadowej projekcji. Wskazywano, że w kierunku spowolnienia dynamiki PKB może oddziaływać obserwowane pogorszenie koniunktury za granicą oraz możliwe

obniżenie się dynamiki inwestycji. Jednocześnie stabilizująco na koniunkturę będzie oddziaływał dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego.

Część członków Rady oceniała, że utrzymuje się ryzyko, że wzrost PKB będzie niższy niż przewidywany w ścieżce centralnej listopadowej projekcji. Wskazywano przy tym, że w kierunku niższej dynamiki PKB w Polsce może oddziaływać silniejsze niż się oczekuje spowolnienie wzrostu gospodarczego za granicą. Według niektórych członków Rady czynnikiem ryzyka dla wzrostu konsumpcji w kolejnych kwartałach może być wzrost dynamiki cen usług, który może negatywnie wpłynąć na nastroje konsumentów i oddziaływać w kierunku spadku siły nabywczej ich dochodów.

Członkowie Rady wskazywali, że według wstępnych szacunków GUS inflacja w październiku wyniosła 2,5% r/r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływała podwyższona – choć obniżająca się – dynamika cen żywności, natomiast ograniczająco na inflację CPI wpływał spadek cen energii. Większość członków Rady wskazywała, że inflacja bazowa w ostatnim okresie wzrosła, jednak pozostaje umiarkowana. Członkowie ci podkreślali, że dynamika cen towarów pozostaje bardzo niska, a w kierunku wyższej inflacji bazowej oddziałuje wzrost dynamiki cen usług, związany częściowo z podniesieniem niektórych opłat administrowanych, a częściowo ze wzrostem wynagrodzeń następującym w warunkach konwergencji polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na niski deflator sprzedaży detalicznej oraz utrzymującą się od kilku miesięcy bardzo niską dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że wyższa dynamika cen usług wynika także z utrzymującej się presji popytowej w gospodarce. Zwracali oni także uwagę, że deflator wartości dodanej w gospodarce jest obecnie wyższy niż dynamika cen konsumpcyjnych.

Większość członków Rady wskazywała, że według ścieżki centralnej listopadowej projekcji, inflacja CPI w I kw. 2020 r. przejściowo wzrośnie, po czym w kolejnych kwartałach obniży się i będzie zbliżona do celu inflacyjnego. Wskazywano, że ograniczająco na inflację w kolejnych latach będzie oddziaływało oczekiwane obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w Polsce oraz prawdopodobne utrzymywanie się niskiej inflacji za granicą. Większość członków Rady zwracała także uwagę, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się cen energii w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ze względu na wyraźną – w ich opinii – presję popytową w gospodarce, inflacja może w kolejnych kwartałach utrzymać się na poziomie wyższym niż przewiduje ścieżka centralna projekcji. W tym kontekście zwracali oni także uwagę na wysoki – ich zdaniem – wzrost kredytu dla gospodarstw domowych oraz dynamikę agregatów monetarnych przewyższającą nominalne tempo wzrostu PKB. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest niska i się obniża.

Większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. W ocenie większości członków Rady inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje oraz wyniki projekcji, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na utrzymywanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej przy prognozowanym stopniowym obniżaniu się tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że w ostatnich miesiącach nasiliły się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury. W opinii tych członków Rady czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia się inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

**Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 grudnia 2019 r.**

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostaje niska oraz utrzymuje się niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury. W przemyśle największych gospodarek utrzymują się trendy recesyjne, a roczna dynamika handlu światowego jest ujemna. W tych warunkach prognozy międzynarodowych instytucji finansowych przewidują utrzymanie się niskiego tempa wzrostu PKB na świecie w przyszłym roku.

Podkreślano, że w strefie euro wzrost gospodarczy w III kw. br. pozostał niski. Zwracano uwagę, że produkcja przemysłowa w tej gospodarce spada, a wskaźniki koniunktury dla tego sektora, choć nieco się poprawiły w listopadzie, to nadal nie sygnalizują ożywienia. Oceniano, że aktywność gospodarcza w strefie euro jest wspierana przez stabilny wzrost konsumpcji, związany z dobrymi nastrojami gospodarstw domowych oraz korzystną sytuacją na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na stopniowe pogarszanie się nastrojów w usługach oraz obniżenie się rocznej dynamiki zatrudnienia, które mogą stanowić źródła ryzyka dla dalszego kształtowania się koniunktury w strefie euro.

W Niemczech tempo wzrostu PKB w III kw. br. było dodatnie i wyższe niż oczekiwano, jednak pozostało bardzo niskie. Podkreślano również, że w Stanach Zjednoczonych dane o PKB za III kw. potwierdziły, że koniunktura pozostaje dobra na tle innych gospodarek rozwiniętych, jednak roczna

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

dynamika PKB stopniowo się obniża. Zwracano uwagę, że w warunkach niskiego wzrostu gospodarczego na świecie inflacja w wielu krajach jest umiarkowana, a w strefie euro jest niska.

Na światowych rynkach surowcowych ceny ropy naftowej w listopadzie były relatywnie stabilne, choć przejściowo podlegały wahaniom związanym zarówno z czynnikami o charakterze podażowym, jak i popytowym.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, po obniżkach stóp procentowych w ostatnich miesiącach, utrzymuje je na niezmiennym poziomie.

W Polsce koniunktura pozostaje dobra mimo obniżenia się tempa wzrostu gospodarczego w III kw. br. Pozytywnie na wzrost PKB wpływają stabilny wzrost konsumpcji, wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Następował dalszy wzrost inwestycji, choć wskazywano, że ich dynamika obniżyła się w III kw. br., na co prawdopodobnie złożył się spadek inwestycji samorządów i spowolnienie wzrostu inwestycji współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej. Podkreślano jednocześnie, że dynamika eksportu w III kw. wzrosła, choć była niższa niż w poprzednich latach.

Część członków Rady zwracała uwagę, że napływające dane miesięczne sygnalizują możliwość nieznacznego obniżenia dynamiki wzrostu PKB w IV kw. br. W październiku br. wzrost produkcji przemysłowej był niższy niż w I połowie br., a produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym. Niektórzy członkowie Rady podkreślali również, że nastroje gospodarstw domowych pozostają bardzo dobre, jednak w ostatnim okresie nieznacznie się obniżyły oraz że wskaźnik PMI w przemyśle utrzymuje się poniżej 50 punktów.

Członkowie Rady wskazywali, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce nieco wzrosła w III kw. br., do czego przyczynił się wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym. Zwracano również uwagę na utrzymywanie się niskiej stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że popyt na pracę może się stabilizować. Świadczy o tym obniżenie się dynamiki płac i kolejny nieznaczny spadek zatrudnienia w ujęciu miesięcznym w sektorze przedsiębiorstw oraz mniejsza liczba ofert pracy w ostatnim okresie.

Większość członków Rady była zdania, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Wskazywano, że w kierunku spowolnienia dynamiki PKB może oddziaływać utrzymywanie się niskiego wzrostu za granicą oraz możliwe obniżenie się dynamiki inwestycji. Jednocześnie stabilizująco na koniunkturę będzie oddziaływał dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego.

Wskazywano, że roczny wskaźnik inflacji wyniósł w listopadzie br. 2,6% r/r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływała podwyższona dynamika cen żywności, natomiast ograniczająco wpływały na nią niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Część członków Rady zwróciła przy tym uwagę, że dynamika cen w ujęciu miesięcznym była niższa niż w I połowie br.

## Załącznik 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

Większość członków Rady oceniała, że choć inflacja bazowa nieco wzrosła w ostatnich miesiącach, to utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Członkowie ci podkreślali, że dynamika cen towarów nieżywnościowych pozostaje bardzo niska, a w kierunku wyższej inflacji bazowej oddziałuje wzrost dynamiki cen usług, związany częściowo z podniesieniem niektórych opłat administrowanych, a częściowo ze wzrostem wynagrodzeń następującym w warunkach konwergencji polskiej gospodarki. W efekcie większość członków Rady oceniała, że presja cenowa w gospodarce jest umiarkowana. Wskazywano przy tym, że deflator sprzedaży detalicznej jest niski, a dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyła się nieznacznie poniżej zera w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady uważali natomiast, że wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen usług wynika także z utrzymującej się presji popytowej w gospodarce.

Większość członków Rady przewidywała, że inflacja CPI w I kw. 2020 r. przejściowo wzrośnie, po czym w kolejnych kwartałach obniży się i będzie zbliżona do celu inflacyjnego. Podkreślano, że ograniczając na inflację w horyzoncie projekcji będzie oddziaływało oczekiwane obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w Polsce oraz prawdopodobne utrzymywanie się niskiej inflacji za granicą. Większość członków Rady zwracała uwagę, że przejściowy wzrost inflacji w I kw. 2020 r., na który wskazują prognozy, będzie wynikiem oddziaływania czynników znajdujących się poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym statystycznych efektów bazy. Oceniano ponadto, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się cen energii w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że inflacja w kolejnych kwartałach może pozostać wyższa niż 2,5%. Podkreślali przy tym, że dynamikę cen może podwyższać dalszy wzrost cen usług, w tym usług administrowanych. Zwracali również uwagę, że w kierunku wyższej inflacji może oddziaływać wzrost agregatów monetarnych, związany z szybkim – w ich opinii – wzrostem kredytu konsumpcyjnego i mieszkaniowego dla gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali w tym kontekście, że stopa referencyjna NBP w ujęciu realnym jest ujemna i wzrost inflacji w I kw. 2020 r. – jeśli nastąpi – spowoduje jej obniżenie.

Większość członków Rady oceniała natomiast, że stopy procentowe banków centralnych w ujęciu realnym są obecnie ujemne w wielu gospodarkach na świecie, w tym w szczególności w strefie euro. Wskazywali oni również, że realne oprocentowanie kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest wyraźnie dodatnie. Członkowie ci podkreślali, że łączna dynamika kredytu w gospodarce jest stabilna i pozostaje niższa niż nominalne tempo wzrostu PKB, a dynamika kredytu dla przedsiębiorstw spowalnia.

Większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. W ocenie większości członków Rady inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

---

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na utrzymywanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej przy prognozowanym stopniowym obniżaniu się tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że utrzymują się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury. W opinii tych członków Rady czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce w kolejnych kwartałach. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia się inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

## Załącznik 3. Wyniki głosowań członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2019 r.

■ Data: 29 kwietnia 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 29 kwietnia 2019 r. w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2018 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** A. Glapiński  
G. M. Ancyparowicz  
E. M. Łon  
E. J. Osiatyński  
R. Sura  
J. Żyżyński

**Przeciw:** E. Gatnar  
Ł. J. Hardt  
J. J. Kropiwnicki  
K. Zubelewicz

■ Data: 14 maja 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 2/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 14 maja 2019 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:**

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

■ Data: 14 maja 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 3/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 14 maja 2019 r. w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2018.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:**

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 24 maja 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 4/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 24 maja 2019 r. w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2018 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** A. Glapiński  
G. M. Ancyparowicz  
E. M. Łon  
R. Sura  
J. Żyżyński

**Przeciw:** E. Gatnar  
Ł. J. Hardt  
E. J. Osiatyński  
K. Zubelewicz

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

## Załącznik 3. Wyniki głosowań członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami

■ Data: 4 czerwca 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/DRF/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 4 czerwca 2019 r. w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdania finansowe Narodowego Banku Polskiego za lata 2019 i 2020.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:**

J. J. Kropiwnicki oraz E. J. Osiatyński byli nieobecni.

■ Data: 3 lipca 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p.b.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** E. Gatnar  
K. Zubelewicz

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

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

■ Data: 10 września 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 5/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 10 września 2019 r. w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2020.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:** K. Zubelewicz

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 11 września 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p.b.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** E. M. Łon

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

## Załącznik 3. Wyniki głosowań członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami

■ Data: 2 października 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p.b.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** E. M. Łon

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

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 5 listopada 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 6/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 5 listopada 2019 r. w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:**

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019

■ Data: 5 listopada 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 7/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 5 listopada 2019 r. zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:**

■ Data: 6 listopada 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p.b.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** E. M. Łon

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

## Załącznik 3. Wyniki głosowań członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami

■ Data: 3 grudnia 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 8/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 3 grudnia 2019 r. w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2020.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:** K. Zubelewicz

■ Data: 4 grudnia 2019 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p.b.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** E. M. Łon

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