



## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 września 2021 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w ostatnim okresie sytuacja pandemiczna na świecie pogorszyła się, co związane było w szczególności z rozprzestrzenianiem się wariantu delta koronawirusa. Podkreślano, że utrzymuje się niepewność co do dalszego przebiegu pandemii, która w wielu krajach wynika z wciąż relatywnie niskiego udziału osób zaszczepionych. Zwracano przy tym uwagę, że także w krajach charakteryzujących się wysokim udziałem osób zaszczepionych liczba zakażonych nowym wariantem wirusa zwiększa się. Zdaniem członków Rady trudno obecnie ocenić, jak wzrost zachorowań wpłynie na sytuację gospodarczą na świecie, a dalszy rozwój pandemii wciąż stanowi istotny czynnik ryzyka dla trwałości globalnego ożywienia.

Jednocześnie dane o PKB za II kw. br. potwierdziły wyraźny wzrost aktywności w największych gospodarkach w tym okresie, w tym ożywienie w sektorze usług będące konsekwencją złagodzenia wcześniej obowiązujących restrykcji. Podkreślano jednak, że wysokie dynamiki roczne wynikają w znacznej mierze z niskiej bazy odniesienia z 2020 r. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych, choć aktywność gospodarcza wróciła już do przedpandemicznego poziomu, to luka popytowa jest wciąż ujemna, a w ostatnim okresie – wraz z narastaniem liczby zachorowań – odnotowano tam pewne pogorszenie nastrojów oraz nieco słabsze dane z rynku pracy. Natomiast w strefie euro, w tym w Niemczech, nadal trwa odrabianie strat gospodarczych związanych z pandemią, co – zgodnie z dostępnymi prognozami – nastąpi dopiero w przyszłym roku. Wskazywano również, że w III kw. obniżyła się część wskaźników aktywności w gospodarce chińskiej. Zwracano uwagę, że na aktywność gospodarczą za granicą istotny wpływ ma niedostateczna podaż niektórych półproduktów i trwające trudności z ich transportem.

Wskazywano, że odbudowa globalnej koniunktury przyczynia się do wzrostu cen wielu surowców, w tym energetycznych i metali, które są obecnie wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ceny ropy naftowej będą prawdopodobnie nadal rosnąć. Natomiast większość członków Rady wyraziła opinię, że nawet w sytuacji rosnącego popytu dynamika cen ropy naftowej powinna się obniżać. Zaznaczano jednocześnie, że w ostatnich miesiącach istotnie wzrosły również ceny niektórych surowców rolnych na świecie. Członkowie Rady wskazywali, że wyższe ceny surowców wraz z zaburzeniami podażowymi na niektórych rynkach oraz realizacją



odłożonego popytu przyczyniły się do istotnego wzrostu inflacji w wielu gospodarkach, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.

Podkreślano jednocześnie, że ze względu na prognozowany przejściowy charakter obecnego wzrostu inflacji, wciąż obniżoną aktywność gospodarczą względem przedpandemicznych trendów oraz niepewność dotyczącą przyszłej koniunktury, główne banki centralne utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów, a także sygnalizują utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w przyszłości. Część członków Rady podkreślała, że niepewność co do przebiegu kolejnej fali pandemii skłania wiele banków centralnych do ostrożności w zakresie zacieśnienia warunków monetarnych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że podwyższona inflacja skłoniła niektóre banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej – tj. Bank Czech oraz Bank Węgier – do podnoszenia stóp procentowych.

Oceniając sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę, że zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, w II kw. br. roczna dynamika PKB wzrosła do 11,1% r/r, przy czym głównym czynnikiem wspierającym odbudowę aktywności gospodarczej był silny wzrost konsumpcji prywatnej napędzany odłożonym popytem, oraz – w mniejszym stopniu – wzrost inwestycji. Członkowie Rady zaznaczali, że choć bardzo wysoka roczna dynamika PKB wynikała głównie z efektu niskiej bazy, to utrzymał się także znaczący wzrost PKB w ujęciu kwartalnym. Wskazywano jednocześnie, że choć dane potwierdziły odrobienie przez PKB strat spowodowanych recesją z 2020 r., to aktywność wciąż nie osiągnęła poziomu wyznaczonego przez trend obserwowany przed wybuchem pandemii.

Członkowie Rady oceniali, że perspektywy koniunktury pozostają dobre – zwłaszcza wobec korzystnej sytuacji w przemyśle, w tym w sekcjach zorientowanych na eksport. Oceniano, że w najbliższych kwartałach prawdopodobnie będzie następowało dalsze ożywienie aktywności gospodarczej. Większość członków Rady podkreślała jednocześnie, że tempo dalszego ożywienia jest obciążone znaczną niepewnością dotyczącą przede wszystkim przyszłego przebiegu pandemii. Wskazywano także, że zarówno zaburzenia podażowe, jak i wyczerpywanie się odłożonego popytu mogą ograniczyć dynamikę wzrostu PKB. W tym kontekście zwracano uwagę, że w lipcu br. obniżyły się roczne dynamiki sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlanej (co tylko częściowo było związane z efektami bazy). Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że niepewność dotycząca dalszego ożywienia jest ograniczona ze względu na znaczną liczbę zaszczepionych Polaków i zdolności adaptacyjne polskich przedsiębiorstw.



Analizując sytuację na rynku pracy członkowie Rady podkreślali, że pozostaje ona dobra. W szczególności dane BAEL za II kw. wskazywały na poprawę w tym okresie sytuacji na krajowym rynku pracy. Jednocześnie przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej nie osiągnęło jeszcze przedpandemicznego poziomu, a część pracowników z branż najbardziej dotkniętych wcześniejszymi obostrzeniami wciąż objęta była dofinansowaniem do wynagrodzeń w ramach wsparcia antykryzysowego. Zaznaczano również, że w lipcu br. spowolnił wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu rocznym oraz nieco obniżyła się roczna dynamika przeciętnych wynagrodzeń w tym sektorze. Większość członków Rady wskazywała także, że wobec silnego wzrostu wydajności pracy roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce spadła w II kw. w pobliże zera, a w przemyśle od wielu miesięcy jest ujemna. Zdaniem niektórych członków Rady podwyższona inflacja może podwyższać żądania płacowe różnych grup zawodowych, co oznacza, że w kolejnych kwartałach presja płacowa może wzrosnąć.

Na posiedzeniu wskazywano, że według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji w Polsce wzrósł w sierpniu br. do 5,4%, a miesięczny obniżył się do 0,2%. Większość członków Rady podkreślała, że podwyższona inflacja w znacznym stopniu wynika ze wzrostu cen paliw związanego z wyraźnie wyższymi niż przed rokiem cenami ropy naftowej na rynkach światowych, a także ze wzrostu cen żywności, będącego m.in. efektem rozprzestrzeniania się ASF i ptasiej grypy oraz niekorzystnych warunków pogodowych. Jednocześnie roczny wskaźnik inflacji jest nadal podwyższany przez wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku br., oraz podwyżki opłat za wywóz śmieci, a więc czynniki, które – podobnie jak wzrost cen surowców – są niezależne od krajowej polityki pieniężnej. Członkowie ci zaznaczali, że w kierunku wyższej inflacji oddziałuje także wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach pandemii oraz kosztów transportu międzynarodowego i przejściowe zakłócenia w globalnych sieciach dostaw. Biorąc pod uwagę, że według danych za lipiec wzrost cen paliw, energii oraz innych cen administrowanych odpowiadał za ponad połowę wskaźnika inflacji CPI, większość członków Rady oceniała, że czynniki popytowe nie powodowały nadmiernej inflacji, w tym nie prowadziły do przekroczenia celu inflacyjnego. Członkowie Rady zaznaczali równocześnie, że choć korzystna koniunktura i realizacja odłożonego popytu również wspiera bieżący wzrost cen, to zasadnicze znaczenie dla polityki pieniężnej będzie mieć trwałość wpływu krajowych czynników popytowych na inflację.



Członkowie Rady oceniali, że w 2022 r. – po wygaśnięciu części czynników podbijających obecnie dynamikę cen – oczekiwane jest obniżenie się inflacji. Skala tego spadku będzie jednak zależała od trwałości ożywienia koniunktury, w tym od sytuacji na rynku pracy po zakończeniu programów pomocowych, a także od oddziaływania prawdopodobnych kolejnych szoków regulacyjno-podażowych, w tym dalszych podwyżek cen energii elektrycznej oraz cen gazu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wysokie odczyty wskaźnika CPI za ostatnie miesiące mogą przełożyć się na rewizję w górę przewidywanej ścieżki inflacji w kolejnych miesiącach. W ich opinii wzrosło ryzyko, że inflacja nie powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego w najbliższych kwartałach. Część członków Rady zaznaczała, że długookresowym czynnikiem podwyższającym inflację będą działania w zakresie polityki klimatycznej, które mogą trwale podbijać nie tylko ceny energii, ale także innych dóbr zawierających tzw. ślad węglowy. Wskazywano jednocześnie, że ewentualna realizacja ryzyka związanego z pandemią mogłaby ograniczyć wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach, a przez to także presję popytową na ceny.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dynamiczny wzrost kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych. Zdaniem tych członków Rady utrzymywanie akomodacyjnej polityki pieniężnej może zwiększyć ryzyko nadmiernego wzrostu kredytów mieszkaniowych. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że popyt na kredytowanie nieruchomości jest w znacznym stopniu związany z realizacją potrzeb mieszkaniowych gospodarstw domowych, a kredyty są udzielane osobom posiadającym wystarczającą zdolność kredytową.

Większość członków Rady była zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP. Członkowie ci oceniali, że prowadzona przez NBP polityka pieniężna sprzyja utrwaleniu ożywienia aktywności gospodarczej po pandemicznej recesji oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie. Zwracali oni uwagę, że utrzymywanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie jest obecnie zasadne ze względu na przyczyny przekraczania przez inflację celu NBP, a jednocześnie utrzymującą się niepewność dotyczącą trwałości i skali ożywienia gospodarczego wobec ryzyk związanych z nadchodzącą kolejną falą pandemii. Ich zdaniem zacieśnienie warunków monetarnych w reakcji na kształtowanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego, które jest wynikiem wystąpienia negatywnych szoków podażyowych i czynników regulacyjnych, nie ograniczyłoby dynamiki cen w 2021 r.



natomiast mogłoby zahamować proces odbudowy aktywności gospodarczej po jej silnym spadku w wyniku pandemii.

Większość członków Rady oceniała jednocześnie, że w kolejnych miesiącach dla polityki pieniężnej istotne znaczenie będzie miała ocena wpływu kolejnej fali pandemii na gospodarkę, a także perspektyw koniunktury i inflacji w kolejnych latach. W ocenie większości członków Rady, jeżeli niepewność dotycząca pandemii i jej wpływu na gospodarkę zmniejszy się, a jednocześnie prognozy będą wskazywały na utrzymywanie się korzystnej koniunktury oraz na ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w kolejnych latach, wówczas uzasadnione będzie rozważenie dostosowania polityki pieniężnej. W tym kontekście istotne będą także wyniki listopadowej projekcji inflacji i PKB.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy podwyższyć stopy procentowe NBP. Zwracali oni uwagę, że dynamika cen jest obecnie wyraźnie podwyższona, a w kierunku wzrostu cen oddziałują także czynniki popytowe. Oceniali oni także, że podwyższone oczekiwania inflacyjne oraz wzrost presji płacowej mogą przyczynić się do utrwalenia inflacji powyżej celu NBP. W opinii tych członków Rady podwyżka stóp procentowych mogłaby ograniczyć takie ryzyko i sprzyjać kształtowaniu się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP.

Rada odrzuciła wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP do następujących poziomów: stopa referencyjna 2,00%; stopa lombardowa 3,00%; stopa depozytowa 1,00%; stopa redyskontowa weksli 2,01%; stopa dyskontowa weksli 2,02%; oraz o ustalenie oprocentowania środków utrzymywanych w formie rezerwy obowiązkowej na poziomie 1%.

Rada odrzuciła wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 15 punktów bazowych.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Data publikacji: 30 września 2021 r.