

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 czerwca 2021 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w maju nastąpiła poprawa sytuacji epidemicznej na świecie. Mimo to, utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca dalszego rozwoju globalnej pandemii. W wielu krajach, zwłaszcza rozwijających się, proces szczepień jest powolny, a sytuacja epidemiczna wciąż trudna. Wyzwaniem w wielu krajach będzie zaszczepienie wystarczającej części populacji, tak aby w przyszłości możliwe było utrzymanie epidemii pod kontrolą bez konieczności wprowadzania restrykcji.

Stopniowe ograniczanie restrykcji sanitarnych w ostatnim okresie przyczyniało się do poprawy koniunktury w sektorze usług wielu gospodarek, w tym strefy euro. Jednocześnie wskaźniki koniunktury w światowym przemyśle sugerują dalsze ożywienie aktywności w tym sektorze, a na niektórych rynkach ujawniają się ograniczenia po stronie podażowej. Wiele z napływających danych jest przy tym silnie zaburzonych przez statystyczne efekty bazy oraz realizowanie przez część gospodarstw domowych i firm odłożonego popytu, co przejściowo zwiększa wydatki na niektóre towary i usługi.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że trwająca obecnie w wielu gospodarkach odbudowa aktywności gospodarczej następuje po najsilniejszym od dekad załamaniu PKB. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że w strefie euro poziom PKB w I kw. br. był wyraźnie niższy niż przed pandemią, a zatrudnienie wciąż spadało.

Oceniano, że ożywienie koniunktury przyczynia się do wzrostu cen surowców na rynkach światowych, w tym ropy naftowej, które są obecnie wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Wraz z efektami bazy, wzrostem kosztów transportu międzynarodowego i zaburzeniami podażowymi związanymi z pandemią, które następują w warunkach otwierania się gospodarek po ostatniej fali pandemii, oddziałuje to w kierunku wyższej inflacji na świecie. Część członków Rady podkreślała, że w Stanach Zjednoczonych roczny wskaźnik inflacji przekroczył 4% i był najwyższy od kilkunastu lat, a wskaźnik inflacji bazowej był najwyższych od trzech dekad. Członkowie ci podkreślali, że również inflacja w strefie euro istotnie wzrosła w ostatnich miesiącach.

Podczas dyskusji zwracano uwagę, że mimo wyraźnego wzrostu inflacji w Stanach Zjednoczonych, Rezerwa Federalna utrzymuje stopy na poziomie zbliżonym do zera, prowadzi skup aktywów i nie sygnalizuje zaostrzania polityki pieniężnej wskazując, że podwyższona inflacja jest zjawiskiem przejściowym. Jednocześnie Europejski Bank Centralny deklaruje, że będzie kontynuował swój pandemiczny program skupu aktywów przynajmniej do marca 2022 r. W efekcie, rynki finansowe oczekują, że stopa depozytowa EBC pozostanie ujemna przynajmniej przez kolejne 3 lata.

Oceniając sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę, że w I kw. br. PKB w Polsce spadł o 0,9% w ujęciu rocznym. Podkreślano jednak, że roczna dynamika konsumpcji i inwestycji była nieznacznie dodatnia. Zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu inwestycji oddziaływało zwiększenie przez przedsiębiorstwa nakładów na środki transportu oraz maszyny i urządzenia. Zauważano przy tym, że popyt konsumpcyjny nie wrócił jeszcze

do poziomu sprzed pandemii, co potwierdza, że podwyższona inflacja nie jest związana z nadmiernym wzrostem popytu.

Członkowie Rady oceniali, że ograniczanie restrykcji epidemicznych oddziaływało pozytywnie na koniunkturę w ostatnim okresie. Podkreślano, że interpretacja napływających danych miesięcznych wymaga jednak ostrożności, bowiem w marcu i kwietniu większość rocznych wskaźników makroekonomicznych była silnie zaburzana przez efekty bazy.

Napływające w ostatnich miesiącach dane wskazywały na dalszą poprawę koniunktury, przy utrzymującym się zróżnicowaniu między sektorami. W kwietniu br. roczne dynamiki produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej istotnie wzrosły. Podkreślano jednak, że o ile produkcja przemysłowa była w kwietniu wyższa niż przed pandemią, to sprzedaż detaliczna nadal nie osiągnęła przed-pandemicznego poziomu. Jednocześnie wyraźnie ujemna pozostawała roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej. Zwracano uwagę na poprawę nastrojów konsumentów, które jednak pozostają mniej optymistyczne niż przed pandemią, a także na wzrost wyników finansowych przedsiębiorstw.

Analizując sytuację na rynku pracy członkowie Rady podkreślali, że choć roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw była w kwietniu br. dodatnia, to w ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło i pozostało wyraźnie niższe niż przed wybuchem pandemii. Ponadto, znaczna liczba miejsc pracy pozostaje objęta dofinansowaniem wynagrodzeń ze środków publicznych. Stopa bezrobocia pozostaje wyższa niż przed pandemią.

W trakcie posiedzenia wskazywano, że w I kw. br. wzrost wynagrodzeń w gospodarce utrzymał się na poziomie niższym niż przed pandemią. Choć w kwietniu roczna dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach przyspieszyła, to jednak po wyeliminowaniu efektów bazy pozostała ona zbliżona do obserwowanej w I kw. br. w całej gospodarce. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że przychody przedsiębiorstw w I kw. wzrosły wyraźnie szybciej niż wynagrodzenia. W efekcie oceniali oni, że w gospodarce nie występowała presja kosztowa, która wynikałaby z nadmiernego wzrostu wynagrodzeń. Członkowie ci wskazywali również na dalszy wzrost liczby imigrantów w ostatnim roku, który może ograniczać ewentualne napięcia na rynku pracy związane z niedoborem pracowników. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że znaczna część ankietowanych firm zgłasza pojawienie się presji na wzrost płac ze strony pracowników.

Większość członków Rady była zdania, że dynamika akcji kredytowej pozostaje niska i nie przyczynia się do wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP. Wskazywano, że w maju br. roczny wzrost kredytu w gospodarce wyniósł 2,5%. Dynamikę kredytu wspierał dalszy przyrost kredytów mieszkaniowych, natomiast w przypadku przedsiębiorstw roczna dynamika akcji kredytowej pozostała wyraźnie ujemna, a dynamika kredytu konsumpcyjnego była zbliżona do zera. Większość członków Rady oceniała, że dynamika kredytów mieszkaniowych pozostaje jednak umiarkowana i niższa niż dynamika płac. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że roczna dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych jest wyraźnie dodatnia, jednak w ostatnich kwartałach obniżyła się, a popyt na tym rynku jest częściowo związany z aktywnością zagranicznych inwestorów wskutek utrzymywania się niskich stóp procentowych na świecie. Dyskutując na temat agregatów monetarnych, niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że podaż pieniądza w

ostatnich kwartałach wyraźnie wzrosła, a istotnym czynnikiem jej kreacji był wzrost zadłużenia publicznego.

Na posiedzeniu wskazywano, że według wstępnych danych GUS w maju nastąpił wzrost rocznego wskaźnika CPI do 4,8% (w ujęciu miesięcznym inflacja CPI wyniosła 0,3% i zmniejszyła się w porównaniu z poprzednim miesiącem). W szczególności, odnotowano szybki wzrost cen paliw w ujęciu rocznym, który wynikał ze wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz z silnych efektów bazy. Jednocześnie wzrosła roczna dynamika cen żywności. Większość członków Rady podkreślała, że roczny wskaźnik inflacji jest nadal podwyższony także przez inne czynniki niezależne od krajowej polityki pieniężnej, w tym przez wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku bieżącego roku oraz podwyżki opłat za wywóz śmieci. Członkowie ci zwracali w tym kontekście uwagę, że według pełnych danych za kwiecień wzrost cen paliw oraz cen towarów i usług administrowanych odpowiadał za blisko połowę wskaźnika inflacji CPI. W efekcie większość członków Rady oceniała, że choć czynniki popytowe również sprzyjają wzrostowi cen, to nie powodują one przekroczenia celu inflacyjnego.

Omawiając oczekiwania inflacyjne w gospodarce część członków Rady wskazywała, że choć w badaniach ankietowych konsumenci dostrzegają wzrost cen, to statystyka bilansowa opisująca tendencje w opiniach konsumentów na temat przyszłych zmian cen przesunęła się w ostatnich miesiącach w kierunku niższej inflacji i osiągnęła poziom najniższy od 2 lat. Członkowie ci podkreślali również, że choć prognozy inflacji analityków sektora finansowego zostały w ostatnim czasie podwyższone, to wciąż wskazują one na stopniowy spadek inflacji w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że znaczna część przedsiębiorców oczekuje szybszego wzrostu cen w przyszłości. Członkowie ci oceniali dodatkowo, że choć oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych nie rosną, to większość respondentów oczekuje w przyszłości inflacji zbliżonej do obserwowanej obecnie.

Większość członków Rady oceniała, że wskutek oddziaływania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej roczny wskaźnik inflacji w najbliższych miesiącach prawdopodobnie utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Większość członków Rady była jednak zdania, że w przyszłym roku, po wygaśnięciu czynników przejściowo podwyższających dynamikę cen, oczekiwane jest obniżenie się inflacji. Członkowie ci wskazywali przy tym, że kształtowanie się inflacji w przyszłym roku będzie zależało od trwałości ożywienia koniunktury, w tym od przyszłej sytuacji na rynku pracy po zakończeniu programów pomocowych. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że poziom inflacji w przyszłym roku zależeć będzie od kształtu polityki fiskalnej.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że prognozy wskazujące na obniżenie się inflacji w kolejnych kwartałach są obarczone niepewnością. Wskazywali oni, że obserwowany wzrost inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP może w warunkach trwającego ożywienia aktywności gospodarczej przyczynić się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i utrwalenia się inflacji w kolejnych kwartałach na poziomie przekraczającym cel inflacyjny NBP. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku wyższej inflacji może oddziaływać również wzrost podaży pieniądza.

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 źródła i oczekiwany przejściowy charakter przekraczania przez inflację celu NBP, a jednocześnie utrzymującą się niepewność dotyczącą trwałości i skali ożywienia gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że jak wskazano w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2021*, inflacja – ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe – 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.

Większość członków Rady oceniała, że jeżeli utrzyma się niepewność dotycząca przebiegu pandemii i – w efekcie – przyszłej koniunktury, a wzrost inflacji powyżej celu będzie wynikał z oddziaływania czynników pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej, to wskazane będzie utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie także w najbliższym czasie. Ich zdaniem zacieśnienie warunków monetarnych w reakcji na kształtowanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego, które jest wynikiem wystąpienia negatywnych szoków podaźowych i czynników regulacyjnych, nie ograniczyłoby dynamiki cen w 2021 r. natomiast mogłoby zahamować proces odbudowy aktywności gospodarczej po jej silnym spadku w wyniku pandemii.

Część członków Rady oceniała, że pomocne w ocenie trwałości ożywienia koniunktury oraz perspektyw inflacji będą napływające w przyszłości dane i prognozy, w tym lipcowa projekcja. W ich opinii, jeśli prognozy wskazywałyby na silny wzrost gospodarczy w kolejnych latach, a jednocześnie inflacja miałaby trwale przekraczać cel inflacyjny NBP na skutek wzrostu popytu oraz utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy, to wraz z ustąpieniem niepewności dotyczącej pandemii możliwe byłoby dostosowanie polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że na obecnym posiedzeniu należy podwyższyć stopę referencyjną NBP. Oceniali oni, że w horyzoncie czterech kwartałów inflacja będzie utrzymywać się powyżej 3,5%. W opinii tych członków Rady podwyżka stopy referencyjnej mogłaby ograniczyć ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz nasilenia się presji płacowej i w ten sposób ograniczyć ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.

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: 9 lipca 2021 r.