



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

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w czerwcu zasięg pandemii na świecie uległ ograniczeniu, a liczba nowych zakażeń była o ponad połowę niższa niż na wiosnę. W efekcie w wielu krajach stopniowo ograniczono restrykcje sanitarne. Jednocześnie zaznaczano, że rozprzestrzenianie się kolejnych mutacji wirusa przyczyniło się do zwiększenia niepewności dotyczącej dalszego przebiegu pandemii. Niepewność tę podwyższa wciąż relatywnie niski udział osób zaszczepionych w wielu krajach oraz mniejsza skuteczność szczepionek wobec nowych wariantów wirusa. Zwracano uwagę, że w niektórych krajach – nawet charakteryzujących się wysokim udziałem osób zaszczepionych – liczba zakażonych nowym wariantem wirusa zwiększa się, co przyczynia się do ponownego wprowadzenia niektórych obostrzeń.

Stopniowe ograniczanie restrykcji sanitarnych w wielu gospodarkach wspierało wyraźną odbudowę globalnej aktywności gospodarczej, po wcześniejszej, silnej recesji. Wskazywano, że poprawie koniunktury w usługach wielu krajów towarzyszył dalszy wzrost aktywności w sektorze przemysłowym, przy jednoczesnym występowaniu ograniczeń podażowych na niektórych rynkach.

Zaznaczano, że w strefie euro – po spadku PKB w I kw. br. – w II kw. miał miejsce wzrost aktywności w przemyśle, a także odbicie obrotów w handlu i usługach. Większość członków Rady podkreślała przy tym, że wysoka dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, a także sprzedaży detalicznej w tej gospodarce jest w znacznym stopniu efektem niskiej bazy. Zwracali oni uwagę, że aktywność gospodarcza w strefie euro pozostaje niższa niż przed pandemią, a dostępne prognozy sugerują, że odbudowa PKB nastąpi dopiero w przyszłym roku. Wyrażano przy tym opinię, że o całkowitej eliminacji negatywnych skutków pandemii można będzie mówić dopiero, gdy wskaźniki makroekonomiczne trwale powrócą do poziomu wyznaczonego przez trend obserwowany przed wybuchem pandemii.

Odnosząc się do perspektyw globalnej koniunktury oceniano, że dalszy rozwój pandemii stanowi czynnik ryzyka dla trwałości notowanej obecnie odbudowy aktywności na świecie. Wskazywano, że choć kolejne fale pandemii miały mniejszy wpływ na koniunkturę, to ewentualny ponowny wzrost liczby zachorowań może spowolnić proces odbudowy gospodarczej, szczególnie jeżeli nowej fali towarzyszyć będzie pogorszenie nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw.

Oceniano, że ożywienie globalnej koniunktury przyczynia się do wzrostu cen surowców na rynkach światowych, w tym ropy naftowej, które są obecnie wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec dalszego oczekiwanego zwiększania się popytu na ropę naftową, ceny tego surowca będą prawdopodobnie



nadal rosnać. Większość członków Rady była jednak zdania, że nawet w sytuacji rosnącego popytu dynamika cen ropy naftowej powinna się obniżyć.

Wysokie ceny surowców wraz z rosnącymi kosztami transportu międzynarodowego oraz efektami cenowymi ograniczeń podażowych niektórych półproduktów oddziałują w kierunku wyższej inflacji w gospodarce światowej, w tym w gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady podkreślała, że inflacja na świecie wzrosła od stycznia do maja o blisko 2 punkty procentowe, do najwyższego poziomu od dekady. Członkowie ci zaznaczali, że również inflacja w Stanach Zjednoczonych silnie wzrosła od początku roku.

Podczas dyskusji zwracano uwagę, że mimo wyraźnego wzrostu inflacji, główne banki centralne utrzymują niskie stopy procentowe, prowadzą skup aktywów oraz sygnalizują utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w przyszłości. Zaznaczano, że takie działanie jest uzasadnione przejściowym charakterem czynników podwyższających obecnie inflację oraz utrzymującą się niepewnością dotyczącą przyszłej koniunktury. Wskazywano, że także większość uczestników rynków finansowych ocenia podwyższony poziom dynamiki cen za przejściowy, o czym świadczy obniżenie się zarówno długoterminowych oczekiwań inflacyjnych jak i rentowności obligacji w największych gospodarkach rozwiniętych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że na czerwcowym posiedzeniu Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podwyższyła stopę oprocentowania nadwyżkowych rezerw o 0,05 pkt. proc. do 0,15%, by zwiększyć efektywność implementacji polityki pieniężnej. Większość członków Rady podkreślała przy tym, że decyzja ta miała charakter techniczny. Zaznaczali oni także, że nie oznaczała ona zmiany nastawienia polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w reakcji na podwyższoną inflację niektóre banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej – tj. Bank Czech oraz Bank Węgier – podniosło w ostatnim czasie stopy procentowe. Większość członków Rady wskazywała jednak, że takie decyzje były częściowo podyktowane czynnikami specyficznymi dla tych gospodarek i inną oceną perspektyw koniunktury oraz przebiegu przyszłych procesów cenowych.

Oceniając sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnich miesiącach trwało wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej. W maju istotnie wzrosła sprzedaż detaliczna, czemu towarzyszył pewien wzrost produkcji budowlano-montażowej i utrzymująca się dobra koniunktura w przemyśle. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że te dane wraz z dobrymi wynikami eksportu wskazują na bardzo korzystną sytuację w polskiej gospodarce. Większość członków Rady zwracała jednak uwagę, że wysokie odczyty rocznych wskaźników aktywności gospodarczej wynikają ze złożenia trzech efektów – odbicia aktywności gospodarczej po złagodzeniu restrykcji sanitarnych, realizacji odłożonego popytu oraz efektów niskiej bazy sprzed roku – i powinny być interpretowane z ostrożnością. Członkowie ci podkreślali, że o ile produkcja przemysłowa przekroczyła już przed-pandemiczny poziom, to produkcja budowlano-montażowa pozostaje od niego wyraźnie niższa.



Analizując sytuację na rynku pracy członkowie Rady podkreślali, że pozostaje ona dobra. Wskazywano, że w maju wraz z luzowaniem obostrzeń wzrosło przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Oceniano, że na wzrost ten złożyła się mniejsza skala wykorzystania zasiłków opiekuńczych i chorobowych, przywracanie pracownikom wymiaru zatrudnienia do poziomu sprzed pandemii, a także rosnąca liczba pracujących przyjmowanych do branż najsilniej dotkniętych ograniczeniami pandemicznymi. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wzrostowi popytu na pracę towarzyszyła presja płacowa odzwierciedlona w relatywnie wysokiej dynamice wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Większość członków Rady wyrażała natomiast opinię, że sytuacja na rynku pracy nie generuje nadmiernej presji płacowej, a dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, po oczyszczeniu z efektów niskiej bazy, jest nadal niższa niż przed pandemią. Członkowie ci zaznaczali ponadto, że dynamika płac nie przekracza tempa wzrostu wydajności pracy i w efekcie roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle jest ujemna.

Członkowie Rady podkreślali, że lipcowa projekcja NBP wskazuje na bardzo korzystne perspektywy krajowej koniunktury. Większość członków Rady była zdania, że kształtowanie się koniunktury w kolejnych kwartałach obarczone jest znaczną niepewnością, związaną przede wszystkim z dalszym przebiegiem pandemii. Członkowie ci zaznaczali, że nie można wykluczyć, iż ewentualny ponowny wzrost liczby zachorowań i związane z nim obostrzenia przełożą się na osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej. Większość członków Rady wskazywała także, iż obserwowany obecnie pozytywny wpływ odłożonego popytu na konsumpcję może być krótkotrwały i dynamika wydatków konsumpcyjnych w dalszej części roku może się obniżyć. Członkowie ci podkreślali również, iż w sytuacji zahamowania odbudowy aktywności gospodarczej może dojść do pogorszenia sytuacji na rynku pracy, szczególnie wobec wygaśnięcia pomocy z tarcz anty-kryzysowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że prognozowane utrzymanie się wysokiej dynamiki PKB w kolejnych kwartałach jest wysoce prawdopodobne, biorąc pod uwagę bardzo dobrą sytuację w przemyśle, szybki wzrost eksportu oraz znaczne oszczędności zgromadzone przez gospodarstwa domowe. Członkowie ci wyrażali opinię, że wobec znacznej liczby osób zaszczepionych i postępującej adaptacji podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w czasie pandemii, ewentualne kolejne fale zachorowań nie stanowią istotnego czynnika ryzyka dla szybkiego wzrostu gospodarczego.

Na posiedzeniu wskazywano, że według wstępnych danych GUS w czerwcu nastąpił spadek rocznego wskaźnika CPI do 4,4% (w ujęciu miesięcznym inflacja CPI wyniosła 0,1%). Jednocześnie inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności według wstępnych szacunków obniżyła się do najniższego poziomu od ponad roku. Większość członków Rady podkreślała, że roczny wskaźnik inflacji CPI był nadal podwyższany przez wysoką dynamikę cen paliw – związaną z wyraźnie wyższymi niż przed rokiem cenami ropy naftowej na rynkach światowych – wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku br. oraz podwyżki opłat za wywóz śmieci, a więc czynniki niezależne od krajowej polityki pieniężnej. Zaznaczali oni, że w kierunku wyższej inflacji oddziaływał także



wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach pandemii oraz kosztów transportu międzynarodowego i przejściowe zakłócenia w globalnych sieciach dostaw. Członkowie ci zwracali w tym kontekście uwagę na fakt, że według pełnych danych za maj wzrost cen paliw oraz cen towarów i usług administrowanych odpowiadał za ponad połowę wskaźnika inflacji CPI. W efekcie większość członków Rady oceniała, że czynniki popytowe nie powodowały nadmiernego wzrostu cen, w tym nie prowadziły do przekroczenia celu inflacyjnego.

Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że czynniki popytowe odpowiadały za niemal połowę obserwowanego wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych. Podkreślali oni ponadto, że utrzymująca się podwyższona inflacja może przyczyniać się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Większość członków Rady zaznaczała, że statystyka bilansowa opisująca oczekiwania konsumentów dotyczące inflacji przesunęła się ostatnio w kierunku niższej dynamiki cen.

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. Członkowie ci byli zdania, że – tak jak wskazuje lipcowa projekcja NBP – w przyszłym roku, po wygaśnięciu czynników przejściowo podwyższających dynamikę cen, inflacja się obniży. Członkowie ci wskazywali przy tym, że skala spadku inflacji będzie zależała od kształtowania się przyszłej koniunktury, przy czym nawet w sytuacji bardzo pozytywnego rozwoju sytuacji gospodarczej zarysowanego w projekcji, inflacja powróci do przedziału odchyień w ramach celu inflacyjnego. Większość członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z projekcją w całym jej horyzoncie dynamika cen pozostanie istotnie niższa od tempa wzrostu płac – w tym płacy minimalnej – co przełoży się na wyraźną poprawę sytuacji finansowej gospodarstw domowych i będzie ograniczać narastanie presji płacowej.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że lipcowa projekcja wskazuje na wyższą ścieżkę inflacji w najbliższym roku niż poprzednia projekcja i przewiduje jedynie przejściowe obniżenie się dynamiki cen w przyszłym roku i jej ponowny wzrost w 2023 r. Członkowie ci byli zdania, że przy utrzymującej się korzystnej sytuacji gospodarczej i wobec stopniowej realizacji odłożonego popytu, w kolejnych kwartałach narastać może presja popytowa. Może to – zdaniem tych członków Rady – prowadzić do kształtowania się inflacji na podwyższonym poziomie także w przyszłym roku.

Większość członków Rady była zdania, że dynamika akcji kredytowej nie przyczynia się do wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP. Zaznaczano także, że tempo wzrostu depozytów sektora niefinansowego pozostaje wyższe od tempa wzrostu należności od tego sektora.

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 także utrzymującą się niepewność dotyczącą trwałości i skali ożywienia gospodarczego.

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 jeżeli po ustąpieniu niepewności dotyczącej sytuacji pandemicznej i koniunkturalnej utrzymałby się silny wzrost gospodarczy, a inflacja – powodowana czynnikami popytowymi – przekraczałaby cel inflacyjny NBP, to wskazane mogłoby być dostosowanie polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy podwyższyć stopę referencyjną NBP. Zwracali oni uwagę, że dynamika cen jest obecnie podwyższona, a w kierunku wzrostu cen oddziałują także czynniki popytowe. Oceniali oni także, że podwyższone oczekiwania inflacyjne oraz presja płacowa mogą przyczyniać się do utrwalenia inflacji powyżej celu NBP. Podkreślali oni również, że zgodnie z lipcową projekcją, inflacja w całym horyzoncie projekcji kształtować się będzie powyżej 2,5%, a w niektórych kwartałach powyżej górnej granicy odchyień od celu. W opinii tych członków Rady podwyżka stopy referencyjnej mogłaby ograniczyć takie ryzyko i sprzyjać kształtowaniu się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP.

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

Rada odrzuciła wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej do 3,5% oraz wniosek o obniżenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej z poziomu stopy referencyjnej NBP (obecnie 0,1%) do 0,01%.

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

Data publikacji: 26 sierpnia 2021 r.