



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

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w gospodarce światowej trwa ożywienie. Wzrost PKB w strefie euro w III kw. 2021 r. przyspieszył w ujęciu kwartalnym, a ostatnie dane o bezrobociu wskazują, że spadło ono do poziomów notowanych przed pandemią. W Stanach Zjednoczonych w III kw. wzrost PKB spowolnił w ujęciu kwartalnym, natomiast w październiku przyspieszył wzrost zatrudnienia, a poprawiająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy prowadzi do przyspieszenia wzrostu płac. Oceniano, że o ile rosnący popyt jest czynnikiem wspierającym wzrost globalnego PKB, to negatywnie na aktywność gospodarczą oddziałują utrzymujące się ograniczenia podażowe na części rynków oraz wysokie ceny surowców. Jednocześnie ważnym czynnikiem ryzyka w niektórych gospodarkach, w tym w strefie euro, jest ponowne nasilenie się pandemii oraz zacieśnienie antypandemicznych ograniczeń, przy czym nie jest jeszcze jasne jak niebezpieczna okaże się nowa mutacja koronawirusa Omikron. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że dotychczasowe doświadczenia wskazywały na coraz mniejszy wpływ kolejnych fal pandemii na koniunkturę, a według aktualnych prognoz w 2022 r. wzrost globalnego PKB pozostanie relatywnie wysoki, choć niższy niż w 2021 r.

Wskazywano, że ceny surowców są nadal znacznie wyższe niż rok wcześniej, co dotyczy w szczególności gazu ziemnego, ropy naftowej i węgla, a także części surowców rolnych. Zwracano uwagę, że mimo pewnego obniżenia się cen ropy naftowej w reakcji na pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych i wzrost awersji do ryzyka po pierwszych informacjach o Omikronie, średnia cena ropy w listopadzie była o ponad 80% wyższa niż przed rokiem, węgiel był ponad dwu-i-pół-krotnie droższy, a gaz ziemny ponad pięciokrotnie droższy. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku wzrostu cen surowców energetycznych oddziałują z jednej strony czynniki popytowe, a z drugiej strony polityka OPEC+ w zakresie wielkości produkcji ropy naftowej oraz polityka Rosji w zakresie dostaw gazu ziemnego. Jednocześnie w Europie, oprócz skokowego i bardzo silnego wzrostu cen gazu, czynnikiem podwyższającym ceny energii jest bardzo silny wzrost cen uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> związany z polityką klimatyczną UE.

Członkowie Rady zaznaczali, że wysokie ceny surowców w połączeniu z przedłużającymi się zaburzeniami w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów podaży i nadal wysokimi cenami transportu międzynarodowego, przyczyniają się do wyraźnego wzrostu inflacji



na świecie, którą wspiera także dalsze ożywienie popytu. W efekcie w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro oraz Stanach Zjednoczonych, inflacja osiąga najwyższe poziomy od dekad. Podkreślano również, że rośnie także inflacja bazowa, a prognozy inflacji na kolejne kwartały są podwyższane, co wskazuje na ryzyko dłuższego niż wcześniej oceniano wpływu szoku pandemicznego na procesy cenowe, na który w Europie nakładają się silnie negatywne efekty polityki podażowej Rosji na rynku gazu. Zwracano uwagę, że o globalnym charakterze obecnego wzrostu inflacji świadczą także bardzo wysokie wskaźniki PPI. W tym kontekście wskazywano w szczególności, że w strefie euro w październiku inflacja PPI wyniosła blisko 22%. Ponadto wskazywano, że aż w 20 krajach UE inflacja PPI jest wyższa niż w Polsce, w tym w Irlandii wyniosła prawie 90%, w Danii blisko 40%, a w Belgii i Hiszpanii – ponad 30%.

Wskazywano, że rosnąca globalnie inflacja skłania część banków centralnych do wycofywania akomodacji monetarnej, choć zaznaczano, że decyzje władz monetarnych są dostosowywane do uwarunkowań prowadzenia polityki pieniężnej w poszczególnych gospodarkach, co oznacza, że niektóre banki centralne kontynuują ekspansywną politykę pieniężną. W tym kontekście zwracano uwagę, że EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe oraz nadal skupuje aktywa na dużą skalę, natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje stopy zbliżone do zera, sygnalizując jednocześnie możliwość ogłoszenia w grudniu szybszego ograniczania tempa skupu aktywów, co wraz ze wzrostem awersji do ryzyka powodowało presję na aprecjację dolara na rynkach międzynarodowych. Z kolei banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej i w niektórych gospodarkach rozwiniętych podnoszą stopy procentowe.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo kolejnej fali wzrostu zachorowań koniunktura pozostaje bardzo dobra. Świadczy o tym wstępny szacunek PKB, zgodnie z którym wzrost gospodarczy w III kw. 2021 r. wyniósł 5,3%, a więc okazał się wyższy niż oczekiwano. Podkreślano przy tym, że w III kw. odnotowano znaczące przyspieszenie inwestycji, których dynamika wzrosła do 9,3%. Zaznaczano ponadto, że zarówno dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej za październik, jak i dane o wysokiej częstotliwości oraz wskaźniki koniunktury za listopad wskazują na szybki wzrost aktywności gospodarczej także w IV kw. Podkreślano, że wciąż poprawia się też sytuacja na rynku pracy, co znajduje odzwierciedlenie w zwiększaniu się zatrudnienia, spadku bezrobocia i wyraźnym wzroście przeciętnych wynagrodzeń. To z kolei jest czynnikiem wspierającym konsumpcję. Oceniano, że w kolejnych kwartałach sytuacja gospodarcza pozostanie



korzystna, choć czynnikiem niepewności jest rozwój pandemii i jej przełożenie się na koniunkturę, a także utrzymywanie się globalnych ograniczeń podaży oraz wysokich cen surowców energetycznych, które są negatywnym szokiem podaży dla gospodarki.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce według szybkiego szacunku GUS wzrosła w listopadzie 2021 r. do 7,7% w ujęciu rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wyniosła 1,0%. Podkreślano, że nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu cen energii, w tym paliw, ale także cen żywności. Prawdopodobnie wzrosła także dynamika cen pozostałych towarów, w tym przede wszystkim tych, których proces produkcji i dystrybucji jest warunkowany niekorzystną sytuacją w ramach globalnych sieci podaży i zaburzeniami w transporcie. Jednocześnie wskazywano, że prawdopodobnie nieznacznie obniżyła się dynamika cen usług.

Członkowie Rady podkreślali, że podwyższona inflacja wynika w głównej mierze z oddziaływania czynników zewnętrznych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, w tym istotnie wyższych niż przed rokiem cen surowców energetycznych i żywnościowych na rynkach światowych, wcześniejszych podwyżek cen energii elektrycznej i opłat za wywóz śmieci oraz rosnących cen towarów podatnych na globalne zaburzenia pandemiczne. Jednocześnie członkowie Rady oceniali, że dodatkowo na dynamikę cen oddziałuje trwające ożywienie gospodarcze, w tym popyt stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali na wzrost wskaźników inflacji bazowej. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę na podwyższenie się w ostatnim okresie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że podwyższenie stóp procentowych NBP oddziałuje w kierunku ograniczenia tych oczekiwań. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że dostępne informacje świadczą o tym, że o ile dotychczasowe podwyżki stóp procentowych NBP przekładają się na wzrost oprocentowania kredytów, to ich wpływ na oprocentowanie depozytów bankowych jest jak na razie słabszy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na znaczenie kanału kursowego w mechanizmie transmisji monetarnej.

Analizując perspektywy inflacji członkowie Rady zwracali uwagę, że w 2022 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzyma się na podwyższonym poziomie, co będzie głównie wynikiem dalszego wzrostu cen gazu, prądu, energii cieplnej oraz opału, a więc efektem negatywnych szoków podaży, które są niezależne od krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano przy tym, że utrzymuje się niepewność



dotycząca skali wpływu czynników regulacyjnych na inflację, w tym decyzji Prezesa URE w zakresie taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą w 2022 r. Podkreślano, że w obecnych uwarunkowaniach, wzrost cen energii i pozostałych kosztów będzie się stopniowo przekładał na ceny innych towarów i usług w koszyku CPI. Jednocześnie wskazywano, że rząd zdecydował się na wprowadzenie tzw. Tarczy Antyinflacyjnej, w ramach której zostaną obniżone niektóre stawki podatkowe, co będzie ograniczać inflację w okresie obowiązywania obniżenia tych stawek. Oceniano, że w dłuższej perspektywie nastąpi obniżenie dynamiki cen, do czego przyczyni się oczekiwane wygaśnięcie części globalnych szoków podbijających obecnie inflację, a także podwyższenie stóp procentowych NBP. Członkowie Rady oceniali jednak, że przy oczekiwanej kontynuacji ożywienia krajowej aktywności gospodarczej oraz korzystnej sytuacji na rynku pracy – mimo dokonanych już podwyżek stóp NBP – utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Członkowie Rady uznali, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych. Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt proc., tj. do poziomu 1,75% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 2,25%; stopa depozytowa 1,25%; stopa redyskontowa weksli 1,80%; stopa dyskontowa weksli 1,85%.

Członkowie Rady wskazywali, że decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą nadal nakierowane na obniżenie inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie, przy uwzględnieniu kształtowania się sytuacji koniunkturalnej, tak aby zapewnić średniookresową stabilność cen, a jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy po globalnym szoku pandemicznym. Ocena Rady dotycząca skali łącznego zacieśnienia monetarnego niezbędnego dla realizacji powyższych celów będzie uwzględniała napływające informacje dotyczące perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego, w tym perspektyw sytuacji na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że utrzymująca się znacząca niepewność jest nadal istotnym uwarunkowaniem decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Data publikacji: 7 stycznia 2022 r.