



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Listopad 2021 r.

Raport o inflacji



Listopad 2021 r.

Raport o inflacji

Warszawa, 2021 r.

Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4 *Raportu* projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych Narodowego Banku Polskiego (NBP). Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji i PKB stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 27 października 2021 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
Ramka 1: Zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i ich konsekwencje dla gospodarki światowej	12
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	15
1.3 Światowe rynki surowców	16
1.4 Polityka pieniężna za granicą	18
Ramka 2: Wyniki przeglądu strategii polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego	20
1.5 Światowe rynki finansowe	23
2. Gospodarka krajowa	27
2.1 Ceny dóbr i usług	27
Ramka 3: Ceny surowców energetycznych po wybuchu pandemii COVID-19 i ich wpływ na inflację CPI w Polsce	30
2.2 Popyt i produkcja	33
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	41
2.4 Rynek pracy	43
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	44
2.6 Pieniądz i kredyt	48
2.7 Bilans płatniczy	50
3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2021 r.	53
4. Projekcja inflacji i PKB	65
4.1 Synteza	66
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	68
4.3 Gospodarka polska w latach 2021-2023	70
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	81
4.5 Źródła niepewności projekcji	84
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2021 r.	89

Synteza

W II kw. br. roczna dynamika globalnego PKB – po załamaniu aktywności rok wcześniej – silnie wzrosła, a w wielu gospodarkach PKB przekroczył poziom notowany przed pandemią. Ożywieniu aktywności gospodarczej sprzyjała akomodacyjna polityka gospodarcza na świecie oraz otwieranie się gospodarek, które umożliwiało gospodarstwom domowym realizację odroczonego popytu. Jednak w części gospodarek, w tym w większości krajów strefy euro, poziom aktywności pozostał niższy niż przed pandemią. W III kw. br. spowolniło ożywienie aktywności w części dużych gospodarek rozwiniętych oraz w Chinach. Nastąpiło to w warunkach pogorszenia się sytuacji epidemicznej w tych krajach oraz utrzymujących się zakłóceń w funkcjonowaniu globalnych sieci podaży, w tym niedostatecznej podaży półproduktów, co negatywnie oddziaływało na koniunkturę w sektorze przemysłowym.

W ostatnich miesiącach inflacja cen dóbr konsumpcyjnych na świecie istotnie wzrosła i we wrześniu osiągnęła najwyższy poziom od 2011 r. Relatywnie szybki wzrost cen obserwowano szczególnie w gospodarkach rozwiniętych. W kierunku wyższej inflacji w gospodarce światowej oddziaływał dalszy wzrost dynamiki cen energii oraz żywności, wynikający z silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Inflację podwyższały również utrzymujące się zakłócenia w globalnych sieciach podaży, które w warunkach silnego popytu na dobra przemysłowe prowadziły do wzrostu cen tych dóbr.

Ceny surowców energetycznych na rynkach światowych w ostatnich miesiącach silnie wzrosły. Wynika to przede wszystkim ze zmniejszonej podaży tych surowców w warunkach stopniowej odbudowy aktywności w gospodarce światowej. W efekcie w październiku 2021 r. ceny ropy naftowej były średnio dwukrotnie wyższe niż przed rokiem, a ceny gazu ziemnego i węgla – kilkukrotnie wyższe. Także ceny większości surowców rolnych wyraźnie wzrosły na przestrzeni ostatniego roku.

Banki centralne w większości gospodarek rozwiniętych, w tym w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, w dalszym ciągu prowadzą silnie ekspansywną politykę pieniężną. W szczególności utrzymują one stopy procentowe w pobliżu zera, w tym część banków poniżej zera. Wiele z tych banków prowadzi również skup aktywów, choć w ostatnim okresie część z nich sygnalizowała ograniczenie lub wygaszanie skupu netto. Jednocześnie w niektórych gospodarkach rozwiniętych oraz w wielu gospodarkach wschodzących banki centralne w ostatnich miesiącach podniosły stopy procentowe. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że również w części głównych gospodarek stopy procentowe w najbliższych latach wzrosną, choć w ograniczonym stopniu.

W tych warunkach w ostatnich miesiącach dolar amerykański umocnił się względem wielu innych walut, w tym euro. Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek w ostatnich miesiącach wzrosły, choć w wielu z nich, w tym w Stanach Zjednoczonych, pozostały niższe niż średnio w poprzednich latach. W kierunku wyższych rentowności oddziaływało nasilenie się czynników podwyższających globalną inflację, które znalazło także odzwierciedlenie we wzroście długoterminowych oczekiwań inflacyjnych implikowanych z notowań instrumentów finansowych w głównych gospodarkach.

W ostatnich miesiącach dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – wzrosła. We wrześniu 2021 r. wyniosła 5,9% r/r, a w październiku br. według szybkiego szacunku GUS wyniosła 6,8% r/r. Przyspieszenie wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych wobec maja br. wynikało przede wszystkim z oddziaływania czynników o charakterze podażowym i globalnym (wzrost cen gazu, węgla i ropy naftowej oraz części surowców rolnych), znajdujących odzwierciedlenie we wzroście dynamiki cen żywności i energii. Do wzrostu CPI przyczyniał się także wcześniejszy wzrost cen administrowanych. W kierunku wzrostu cen oddziaływała również korzystna sytuacja gospodarcza i wyraźny wzrost dochodów gospodarstw domowych. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, po przejściowym spadku, ponownie wzrosła do 4,2% r/r we wrześniu br. Do wzrostu tej kategorii cen przyczyniała się realizacja odroczonego popytu po złagodzeniu restrykcji przeciwepidemicznych. Czynnikiem dodatkowo oddziałującym w kierunku wzrostu cen produktów nieżywnościowych były również występujące na niektórych rynkach ograniczenia podaży.

W II kw. 2021 r. roczna dynamika PKB w Polsce wyraźnie wzrosła (do 11,2% r/r wobec -0,8% r/r w I kw. br.), co częściowo wynikało z efektów bazy związanych z głębokim spadkiem aktywności gospodarczej w II kw. ub.r. Wzrost PKB był wspierany przez poprawę sytuacji epidemicznej od końca kwietnia br. i stopniowe luzowanie restrykcji przeciwepidemicznych, a także większe dostosowanie podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w warunkach pandemii. W efekcie PKB wyrównany sezonowo przekroczył poziom notowany przed pandemią. Dostępne dane miesięczne za III kw. wskazują na dalszą odbudowę aktywności gospodarczej.

Sytuacja finansowa sektora finansów publicznych w I połowie 2021 r. była korzystna. Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 poprawił się wyraźnie względem analogicznego okresu ub.r.

W II kw. 2021 r. także sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw była bardzo korzystna, a zagregowany zysk brutto sektora silnie wzrósł w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku.

Wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym w II i III kw. br. trwała odbudowa popytu na pracę w gospodarce i w efekcie sytuacja na rynku pracy była korzystna. Wskazuje na to rosnące zatrudnienie w gospodarce narodowej i w sektorze przedsiębiorstw, a także spadek odsezonowanej stopy bezrobocia. Korzystna sytuacja na rynku pracy znalazła odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście przeciętnego wynagrodzenia nominalnego w gospodarce narodowej w II kw. br. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że wyraźny wzrost wynagrodzeń utrzymał się także w III kw.

Dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie, w październiku br. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną o 0,4 pkt proc. do poziomu 0,50%. Uczestnicy rynków finansowych oczekują wzrostu stóp procentowych NBP również w kolejnych kwartałach. Rentowności obligacji skarbowych w Polsce – podobnie jak w wielu gospodarkach na świecie – w ostatnich miesiącach wyraźnie wzrosły, jednak rentowność 10-letnich obligacji skarbowych pod koniec października br. pozostawała niższa od wieloletniej średniej. W ostatnim okresie złoty, podobnie jak wiele innych walut na świecie, osłabił się wobec dolara amerykańskiego, a także – choć w mniejszym stopniu – względem euro.

Dynamika roczna agregatu M3 – która po wybuchu pandemii wyraźnie wzrosła – obniżyła się w ostatnim czasie i ukształtowała się na poziomie zbliżonym do notowanego przed pandemią. W ostatnich

kwartałach przyspieszył wzrost kredytów dla gospodarstw domowych. Natomiast dynamika roczna kredytów dla przedsiębiorstw pozostała ujemna, choć tempo ich spadku zmniejszyło się.

W II kw. 2021 r. dodatnie saldo obrotów bieżących obniżyło się. Przyczyniło się do tego przede wszystkim pogłębienie ujemnego salda dochodów pierwotnych (na skutek głównie znacznego wzrostu dochodów uzyskanych przez zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce) oraz zmniejszenie nadwyżki w obrotach towarowych (w związku m.in. ze wzrostem cen paliw oraz wyraźnym zwiększeniem importu przetworzonych dóbr pośrednich). Towarzyszyła temu utrzymująca się wysoka nadwyżka w handlu usługami. Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki poziom zrównoważenia polskiej gospodarki.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie lipiec – październik 2021 r. oraz *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie 2021 r. są umieszczone w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2021 r.

W rozdziale 4. Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z listopadową projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 21 października 2021 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,8-4,9% w 2021 r. (wobec 3,8-4,4% w projekcji z lipca 2021 r.), 5,1-6,5% w 2022 r. (wobec 2,5-4,1%) oraz 2,7-4,6% w 2023 r. (wobec 2,4-4,3%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,9-5,8% w 2021 r. (wobec 4,1-5,8% w projekcji z lipca 2021 r.), 3,8-5,9% w 2022 r. (wobec 4,2-6,5%) oraz 3,8-6,1% w 2023 r. (wobec 4,1-6,5%).

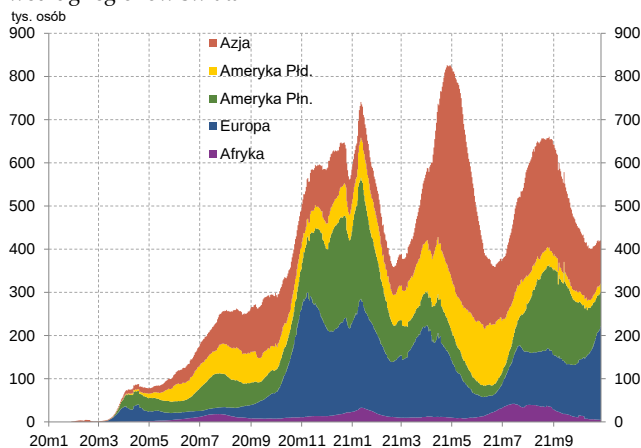
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W gospodarce światowej w ostatnich miesiącach trwało ożywienie aktywności, choć w III kw. br. w części krajów jego tempo spowolniło. W dalszym ciągu istotnym czynnikiem wpływającym na aktywność gospodarczą na świecie pozostawała sytuacja epidemiczna. Po wyraźnym wzroście liczby nowych przypadków COVID-19 w lipcu i sierpniu br., sytuacja epidemiczna na świecie w kolejnych miesiącach poprawiła się. W wielu krajach sytuacja ta pozostawała jednak trudna (Wykres 1.1). W miesiącach letnich silny wzrost zakażeń notowano w szczególności w krajach azjatyckich. Letnia fala pandemii dotknęła także część krajów rozwiniętych, w tym Stany Zjednoczone i Wielką Brytanię oraz niektóre kraje Unii Europejskiej. Ze względu na wysoki poziom zaszczepienia populacji w tych krajach (Wykres 1.3), wzrost zakażeń nie doprowadził jednak do tak istotnego przeciążenia służby zdrowia jak w czasie poprzednich fal pandemii, pomimo dużo łagodniejszych restrykcji przeciwepidemicznych (Wykres 1.2).

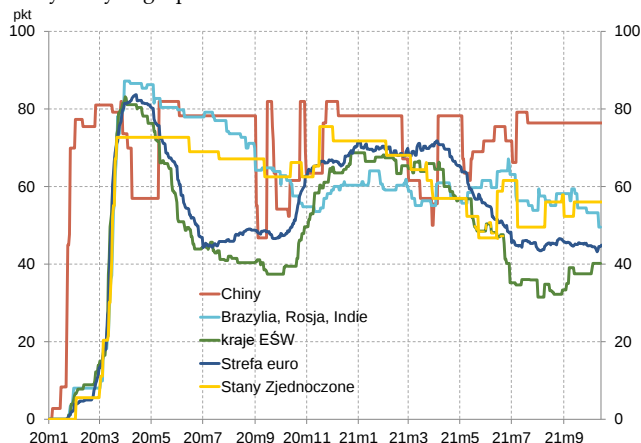
W II kw. br. roczna dynamika globalnego PKB – po załamaniu aktywności rok wcześniej – silnie wzrosła (Wykres 1.4), a w wielu gospodarkach PKB przekroczył poziom notowany przed pandemią (tj. w IV kw. 2019 r.). Ożywieniu aktywności gospodarczej sprzyjała akomodacyjna polityka gospodarcza na świecie oraz otwieranie się gospodarek, które umożliwiało gospodarstwom domowym realizację odroczonego popytu.

Wykres 1.1 Dzienna liczba nowych zakażeń koronawirusem według regionów świata



Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering at Johns Hopkins University, Our World in Data.

Wykres 1.2 Wskaźnik restrykcji przeciwepidemicznych w wybranych gospodarkach



Źródło: dane University of Oxford Coronavirus Government Response Tracker, obliczenia NBP.

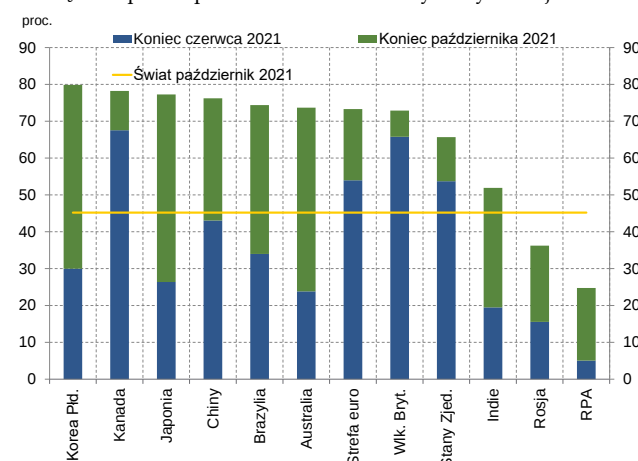
Wskaźnik dla grupy krajów jest średnią arytmetyczną wartości wskaźnika dla poszczególnych krajów. „Kraje ESW” – kraje regionu Europy Środkowo-Wschodniej należące do Unii Europejskiej, ale niebędące członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski): Bułgaria, Czechy, Chorwacja, Węgry oraz Rumunia.

W III kw. br. nastąpiło spowolnienie ożywienia aktywności w części dużych gospodarek rozwiniętych (w tym w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii) oraz w Chinach. Nastąpiło to w warunkach pogorszenia się sytuacji epidemicznej w tych krajach oraz utrzymujących się zakłóceń w funkcjonowaniu globalnych sieci podaży, w tym niedostatecznej podaży półproduktów, co negatywnie oddziaływało na koniunkturę w sektorze przemysłowym (por. Ramka 1: *Zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i ich konsekwencje dla gospodarki światowej*).

W strefie euro w II kw. br. tempo wzrostu PKB wyniosło 14,2% r/r (po spadku PKB o 1,2% r/r w I kw. br.; Wykres 1.5)¹, jednak poziom aktywności gospodarczej w większości krajów pozostał niższy niż przed pandemią (średnio o 2,7%). Głównym czynnikiem wzrostu PKB w II kw. br. był popyt wewnętrzny, zwłaszcza konsumpcja prywatna, wspierana przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy i realizację odroczonego popytu przez gospodarstwa domowe w warunkach znoszenia restrykcji przeciwepidemicznych². W tym samym kierunku oddziaływał znaczny wzrost eksportu. W III kw. br. nadal trwało ożywienie aktywności gospodarczej, w szczególności w sektorze usług, czemu sprzyjało dalsze znoszenie restrykcji. Mimo to, tempo ożywienia spowolniło. Negatywnie na aktywność (Wykres 1.6) oddziaływały bowiem utrzymujące się problemy podażowe w sektorze przemysłowym i budowlanym.

W Niemczech w II kw. br. PKB wzrósł o 9,4% r/r (wobec spadku o 3,1% r/r w I kw.), pozostając o 3,3% niższy niż przed pandemią. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego była konsumpcja prywatna, choć wzrost PKB był także wspierany przez silne ożywienie eksportu towarów. Wskaźniki koniunktury sygnalizują dalszą odbudowę aktywności w usługach

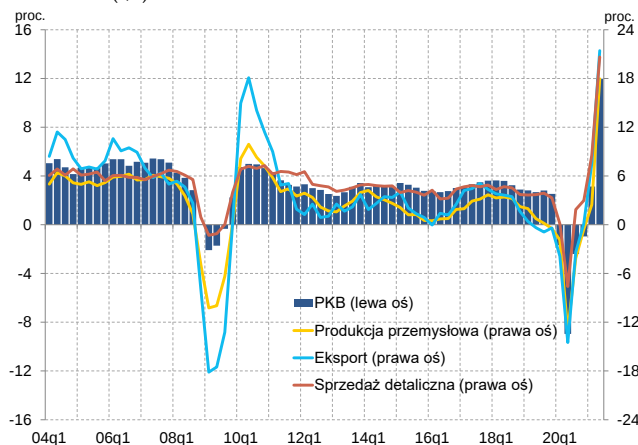
Wykres 1.3 Odsetek osób zaszczepionych przynajmniej jedną dawką szczepionki przeciw COVID-19 w wybranych krajach



Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering at Johns Hopkins University, Our World in Data.

Dane dostępne do 28 października 2021 r.

Wykres 1.4 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, Centraal Planbureau, Eurostat i MFW, obliczenia NBP.

PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2017 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według danych Centraal Planbureau. Uwaga: ze względu na ograniczoną dostępność danych z niektórych krajów w okresie pandemii, zbiory gospodarek użytych do obliczenia poszczególnych szeregów nieznacznie się różnią.

¹ Według wstępnego odczytu, w III kw. br. PKB w strefie euro wzrósł o 3,7% r/r.

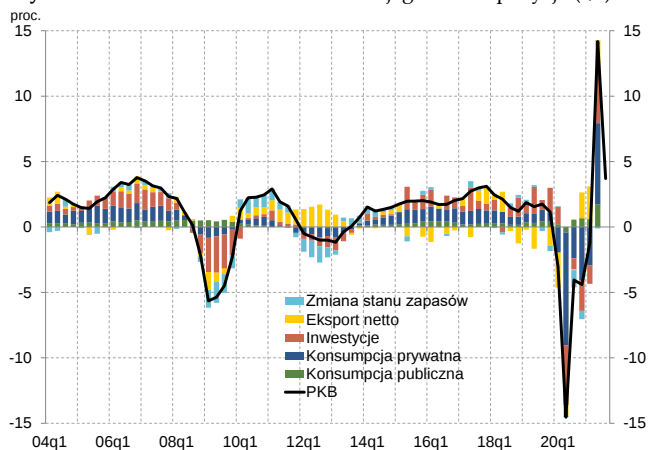
² Konsumpcja prywatna wciąż była jednak o 6% mniejsza niż w IV kw. 2019 r.

w III kw. br. w związku z poluzowaniem restrykcji. Natomiast koniunktura w przemyśle pogorszyła się w sierpniu br. wskutek problemów o charakterze podażowym, co szczególnie odczuwalne było w sektorze motoryzacyjnym.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro dynamika PKB w II kw. br. wyniosła 12,6% r/r (wobec spadku o 1,3% r/r w I kw. br.), a poziom aktywności był jedynie nieznacznie niższy niż przed pandemią (Wykres 1.7). Do wzrostu PKB w ujęciu rocznym przyczynił się przede wszystkim wyraźny wzrost konsumpcji oraz odbudowa zapasów. W III kw. br. dynamika aktywności gospodarczej pozostała relatywnie wysoka w warunkach stabilnej sytuacji epidemicznej, korzystnej koniunktury konsumenckiej oraz akomodacyjnej polityki gospodarczej. Podobnie jak w innych gospodarkach, negatywnie na aktywność gospodarczą wpływały natomiast przedłużające się zakłócenia podażowe.

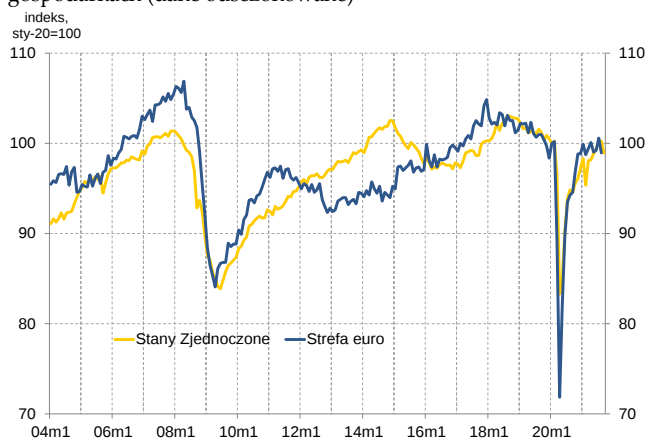
W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w II kw. 2021 r. wzrosła do 12,2% r/r (z 0,5% r/r w I kw. 2021 r.) i tym samym PKB przekroczył poziom sprzed pandemii (Wykres 1.8). Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego była konsumpcja prywatna. Jednocześnie postępowała odbudowa inwestycji przedsiębiorstw. Z kolei czynnikiem osłabiającym wzrost były nasilające się zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci podaży, które znalazły odzwierciedlenie w spadku zapasów firm. Dane za III kw. 2021 r. sygnalizują kontynuację ożywienia, niemniej w wolniejszym tempie niż dotychczas³. Negatywnie na koniunkturę w tym okresie oddziaływało bowiem pogorszenie się sytuacji epidemicznej, które przyczyniło się do osłabienia nastrojów konsumentów i wyhamowania wzrostu wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Jednocześnie pomimo postępującego wzrostu zatrudnienia, stopa bezrobocia pozostaje

Wykres 1.5 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



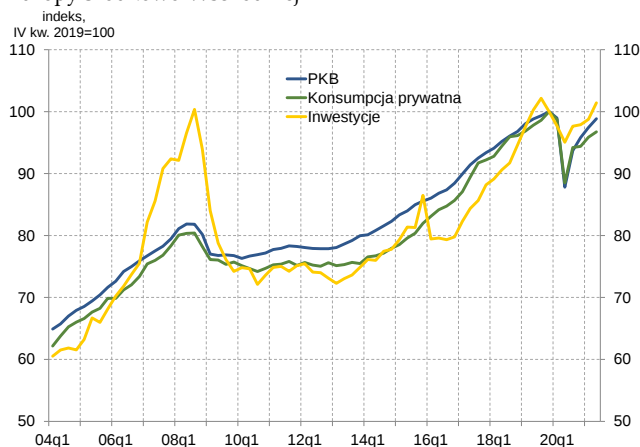
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.6 Poziom produkcji przemysłowej w wybranych gospodarkach (dane odsezonowane)



Źródło: dane Fed, Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.7 Poziom PKB i jego wybranych komponentów w krajach Europy Środkowo-Wschodniej



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Indeks łącznej wartości wskaźników: PKB, konsumpcji prywatnej i nakładów brutto na środki trwałe w cenach stałych dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski): Bułgarii, Czech, Chorwacji, Węgier oraz Rumunii.

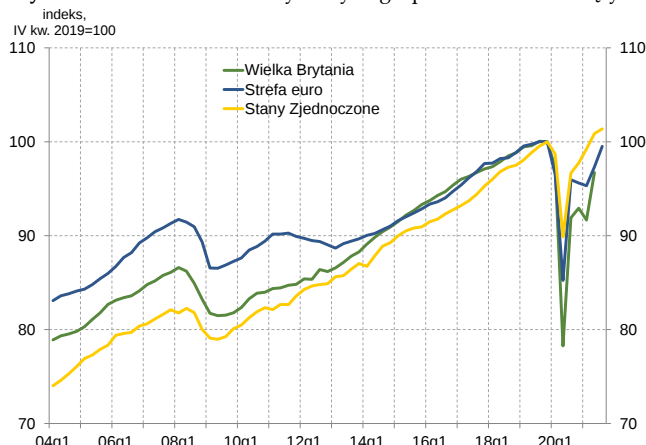
³ Według wstępnego odczytu, w III kw. br. PKB w Stanach Zjednoczonych wzrósł o 4,9% r/r.

podwyższona, a aktywność zawodowa – niższa niż przed pandemią.

W Chinach tempo wzrostu PKB w III kw. br. obniżyło się do 4,9% r/r (wobec 18,3% r/r w I kw. br. i 7,9% r/r w II kw. br.; Wykres 1.9)⁴. Do spadku dynamiki aktywności gospodarczej w III kw. br. przyczyniły się lokalne restrykcje epidemiczne, wcześniejsze zacieśnienie polityki makroekonomicznej władz chińskich, jak również czasowe ograniczenia dostaw energii elektrycznej i pogorszenie koniunktury na rynku nieruchomości. W efekcie spowolnił wzrost konsumpcji gospodarstw domowych i nakładów inwestycyjnych. Mimo zaburzeń w sektorze przemysłowym oraz utrzymujących się zakłóceń w handlu międzynarodowym, dynamika chińskiego eksportu pozostała wysoka.

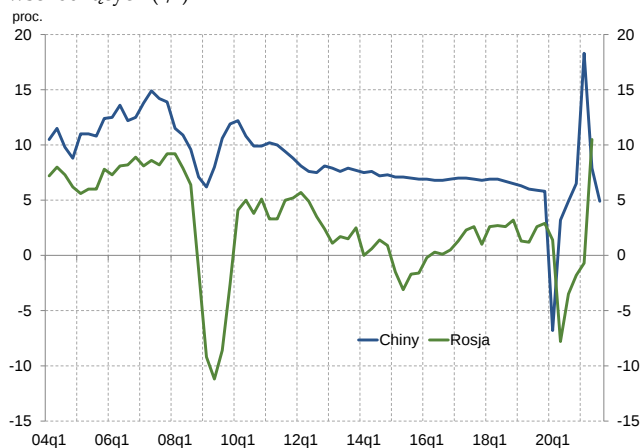
W większości pozostałych dużych gospodarek wschodzących poziom PKB, pomimo poprawy w II kw. 2021 r., nadal znajdował się poniżej poziomu sprzed pandemii. Ograniczająco na tempo wzrostu w wielu z tych krajów oddziaływała trudna sytuacja epidemiczna.

Wykres 1.8 Poziom PKB w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, obliczenia NBP.

Wykres 1.9 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Ramka 1: Zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i ich konsekwencje dla gospodarki światowej

W II i III kw. br. w gospodarce światowej nasiliły się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży. Polegały one przede wszystkim na pojawieniu się niedoborów niektórych komponentów, nawarstwieniu opóźnień w realizacji zamówień, wzroście cen półproduktów i materiałów, a także silnym wzroście cen frachtu w handlu międzynarodowym. W efekcie zaburzenia te negatywnie oddziałują obecnie na produkcję w przemyśle, a jednocześnie są jednym z czynników podwyższających inflację na świecie.

Zaburzenia te wynikają z nałożenia się kilku czynników o charakterze popytowym i podażowym.

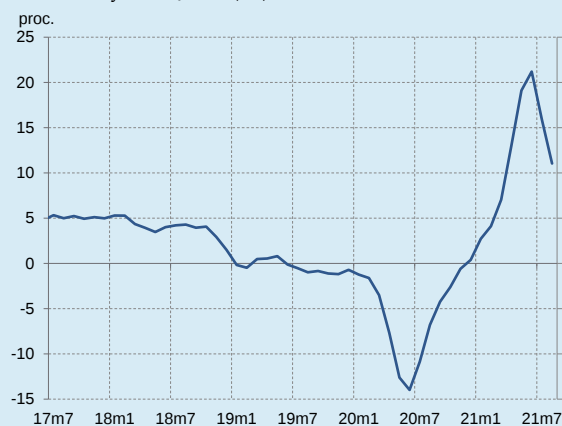
Po pierwsze, od II połowy 2020 r. w gospodarce światowej trwa odbudowa popytu konsumpcyjnego. W warunkach ograniczonej możliwości konsumpcji usług – ze względu na wciąż trudną sytuację epidemiczną i obowiązujące w wielu krajach restrykcje – wzrost popytu konsumpcyjnego dotyczył przede wszystkim towarów. Popyt na towary był wspierany przez wysoki poziom oszczędności gospodarstw domowych oraz zmianę struktury ich popytu w warunkach pandemii. W rezultacie w gospodarce światowej silnie wzrósł handel towarami (Wykres R.1.1) oraz popyt na półprodukty (w tym półprzewodniki, stosowane m.in. do produkcji komputerów i samochodów, czy też tworzywa sztuczne). Odbudowa popytu w gospodarce światowej była

⁴ Najsilniejszy negatywny szok pandemiczny w Chinach miał miejsce w I kw. 2020 r., wskutek czego najsilniejszy pozytywny efekt bazy przypadł na I kw. 2021 r., a nie na II kw. 2021 r., jak miało to miejsce w większości innych gospodarek.

również jednym z czynników oddziałujących w kierunku wzrostu cen surowców na świecie, zarówno energetycznych, jak i metali oraz minerałów (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

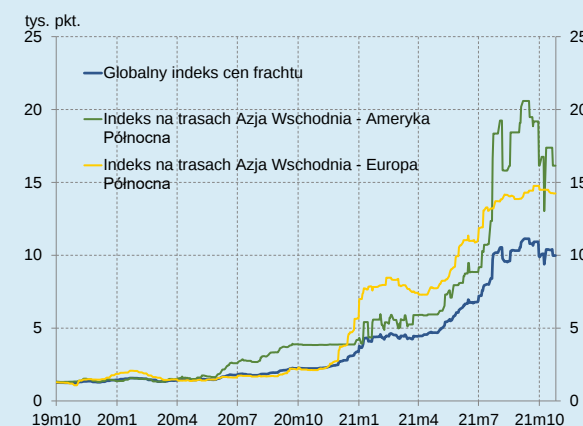
Po drugie, kolejne fale epidemii (i związane z nimi restrykcje), które dotykały poszczególne gospodarki, prowadziły do czasowych zamknięć części fabryk i portów, w tym w stanowiących ważne ogniwo globalnych łańcuchów podaży krajach Azji Południowo-Wschodniej⁵.

Wykres R.1.1 Dynamika obrotów w handlu światowym, średnie trzymiesięczne (t/r)



Źródło: CPB Netherlands.

Wykres R.1.2 Indeksy cen frachtu

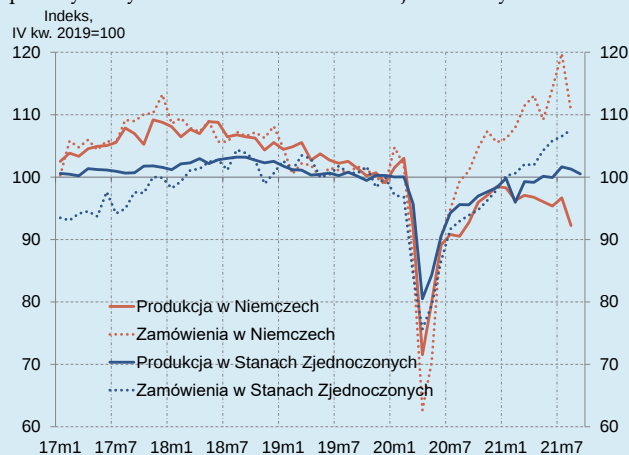


Źródło: Refinitiv.

Po trzecie, wzrost obrotów w światowym handlu, w połączeniu z zatrzymaniem części kontenerów w portach po wprowadzeniu restrykcji przeciwepidemicznych, doprowadził do pojawienia się ich niedoborów w portach wysyłkowych. Wysoki popyt na transport i niedostępność kontenerów przełożyły się na zwielokrotnienie stawek frachtu, w szczególności na trasach z Azji Wschodniej na zachodnie wybrzeże Ameryki Północnej i do Europy Północnej (Wykres R.1.2)⁶.

Utrudnienia w dostępie do środków produkcji przekładały się w ostatnich miesiącach na brak możliwości realizacji rosnących zamówień w sektorze przetwórczym (Wykres R.1.3). Problemy z dostawami półprzewodników wpłynęły szczególnie silnie na obniżenie produkcji w sektorze motoryzacyjnym. Przykładowo, pomimo wzrostu popytu, poziom produkcji samochodów osobowych w strefie euro był w ostatnim czasie o 45%, a w Stanach Zjednoczonych – o 23% niższy niż przed pandemią⁷. W efekcie np. w Niemczech poziom niezrealizowanych zamówień w przetwórstwie przemysłowym pozostaje historycznie wysoki, a większość przedsiębiorstw z tego sektora wskazuje

Wykres R.1.3 Produkcja i zamówienia w przetwórstwie przemysłowym w Niemczech i Stanach Zjednoczonych



Źródło: Statistisches Bundesamt, Refinitiv.

⁵ Jednocześnie zaburzenia w produkcji półprzewodników były wzmacniane przez katastrofy naturalne, w tym suszę na Tajwanie, pożar fabryki w Japonii i awarie zasilania fabryk w Teksasie.

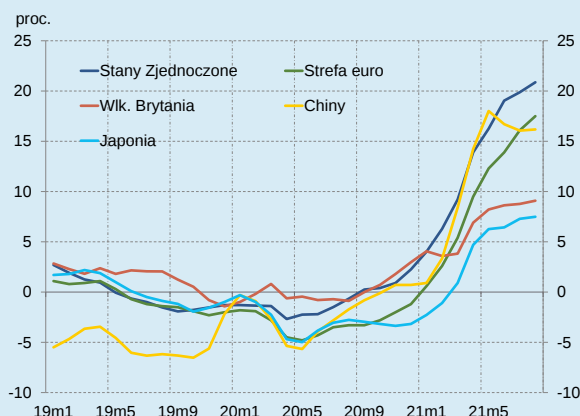
⁶ W konsekwencji nierównomiernych wzrostów cen część przewoźników zdecydowała się na zmianę dotychczasowych tras na najbardziej opłacalne, co dodatkowo zwiększyło zagęszczenie i opóźnienia rozładunku w niektórych dużych portach (szczególnie na zachodnim wybrzeżu USA).

⁷ Dane za sierpień (strefa euro) i wrzesień (Stany Zjednoczone) w odniesieniu do średniego poziomu produkcji w IV kw. 2019 r.

na brak materiałów i sprzętu jako czynnik ograniczający ich produkcję.

Jednocześnie zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży oddziaływały w kierunku ograniczenia eksportu wielu krajów. Według szacunków EBC (2021c) z września br. brak omawianych zaburzeń w I połowie br. podwyższyłby eksport strefy euro o 6,7% a eksport światowy (z wyłączeniem strefy euro) o 2,3%.

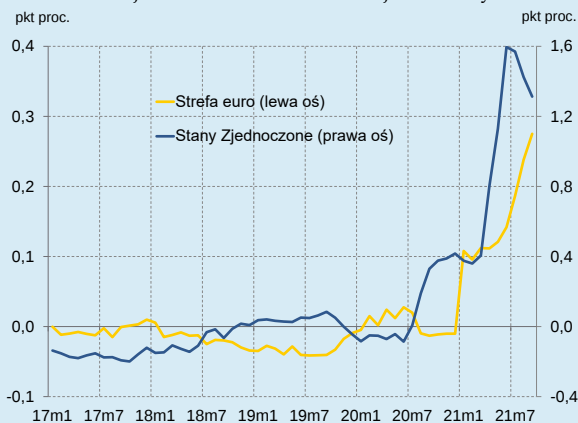
Wykres R.1.4 Dynamika cen producenta dóbr pośrednich w największych gospodarkach świata (r/r)



Źródło: Refinitiv.

Uwaga: dla Chin podano ceny producenta dóbr produkcyjnych.

Wykres R.1.5 Wkład cen dóbr trwałego użytku do inflacji konsumenckiej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych



Źródło: Eurostat, BLS, Refinitiv, obliczenia NBP.

Zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży na świecie wpłynęły również na wzrost dynamiki cen importu oraz wzrost dynamiki cen producenta, w tym zwłaszcza cen dóbr pośrednich (Wykres R.1.4). W rezultacie, w warunkach trwającego ożywienia gospodarczego, przyczyniają się one do wzrostu cen części towarów w największych gospodarkach rozwiniętych (Wykres R.1.5)⁸, co w połączeniu z silnym wzrostem cen surowców prowadzi do wyraźnego wzrostu inflacji konsumenckiej. Według szacunków OECD (2021) wyższe koszty frachtu w połączeniu z wyższymi cenami surowców (energetycznych i nieenergetycznych) odpowiadały w krajach G20 za ok. 1,5 pkt proc. inflacji w III kw. br.

Jednocześnie obserwowany obecnie w wielu krajach wzrost dynamiki cen producenta dóbr pośrednich – biorąc pod uwagę opóźnienia wynikające z procesu produkcji, sztywność cen w umowach między dostawcami oraz możliwość dostosowania marż przedsiębiorstw – może w kolejnych miesiącach przyczyniać się do dalszego wzrostu cen konsumpcyjnych⁹.

Przewiduje się, że zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży będą stopniowo wygasać w przyszłym roku. Tempo ich ustępowania będzie zależało przede wszystkim od dalszego kształtowania się popytu konsumpcyjnego, w tym uzależnionego od rozwoju sytuacji pandemicznej tempa przekierowania popytu konsumpcyjnego na świecie w kierunku usług, normalizacji sytuacji w światowych portach, jak również dostosowań po stronie producentów do zwiększonego popytu na wybrane materiały i półprodukty, w tym półprzewodniki. Utrzymywanie się zaburzeń podażyowych będzie więc prawdopodobnie jednym z czynników oddziałujących w kierunku wyższej inflacji na świecie w kolejnych kwartałach.

⁸ Wkład cen dóbr trwałego użytku do inflacji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro istotnie się zwiększył w bieżącym roku (zwłaszcza w tej pierwszej gospodarce) i dotyczył w szczególności takich dóbr jak samochody czy meble.

⁹ Przykładowo, analizy EBC wskazują, że w strefie euro kształtowanie się dynamiki cen producenta dóbr pośrednich wpływa na dynamikę cen producenta dóbr konsumpcyjnych z wyłączeniem żywności po około pół roku (EBC 2017). Z kolei dynamika cen producenckich dóbr konsumpcyjnych z wyłączeniem żywności oddziałuje na dynamikę cen konsumpcyjnych towarów przemysłowych z opóźnieniem od ponad pół roku (EBC 2017) do półtora roku (EBC 2021b).

Literatura

EBC (2017), *What can recent developments in producer prices tell us about pipeline pressures?*, ECB Economic Bulletin nr 3/2017.

EBC (2021a), *Comparing recent inflation developments in the United States and the euro area*, ECB Economic Bulletin nr 6/2021.

EBC (2021b), *Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area*, ECB Economic Bulletin nr 5/2021.

EBC (2021c), *The impact of supply bottlenecks on trade*, ECB Economic Bulletin nr 6/2021.

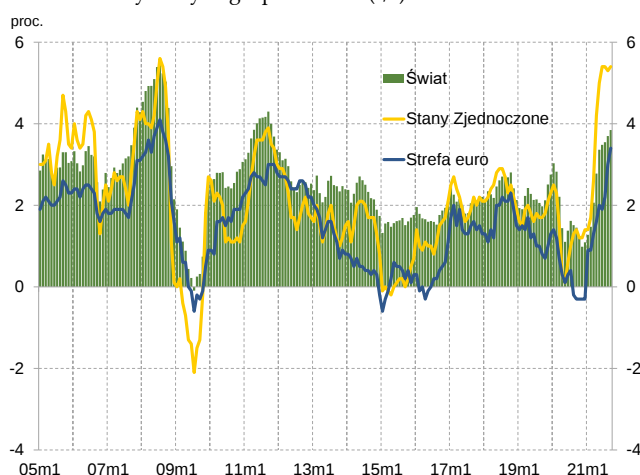
OECD (2021), *OECD Economic Outlook, Interim Report September 2021: Keeping the Recovery on Track*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/490d4832-en>.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

W ostatnich miesiącach inflacja cen dóbr konsumpcyjnych na świecie istotnie wzrosła i we wrześniu osiągnęła najwyższy poziom od 2011 r. (Wykres 1.10). Relatywnie szybki wzrost cen obserwowano szczególnie w gospodarkach rozwiniętych. W kierunku wyższej inflacji w gospodarce światowej oddziaływał dalszy wzrost dynamiki cen energii oraz żywności, wynikający z silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Inflację podwyższały również utrzymujące się zakłócenia w globalnych sieciach podaży, które w warunkach silnego popytu na dobra przemysłowe prowadziły do wzrostu cen tych dóbr (por. Ramka 1: *Zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i ich konsekwencje dla gospodarki światowej*). Znalazło to odzwierciedlenie w wysokiej inflacji cen producenta w wielu gospodarkach (Wykres 1.11).

Inflacja HICP w strefie euro w ostatnim okresie wyraźnie wzrosła i we wrześniu br. wyniosła 3,4% r/r (wobec 1,9% r/r w czerwcu br.)¹⁰, a więc była najwyższa od 2008 r. W Niemczech we wrześniu wyniosła 4,1%, a w niektórych krajach strefy euro inflacja przekroczyła ostatnio 7% (Estonia, Litwa). W kierunku wyższej inflacji oddziaływało przyspieszenie wzrostu cen energii oraz żywności nieprzetworzonej. Wyższa dynamika cen energii wynikała zarówno z wyraźnie drożejących

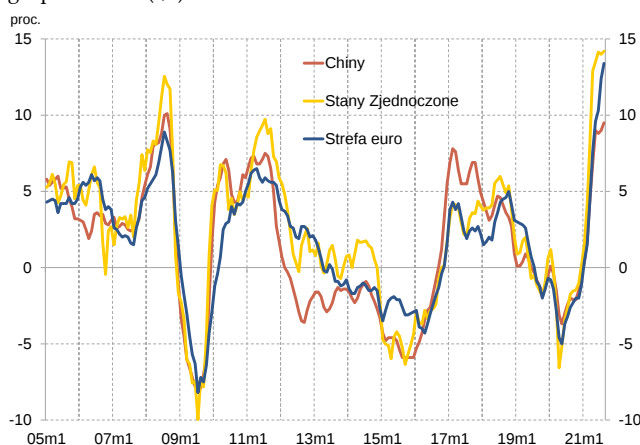
Wykres 1.10 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących ponad 80% światowego PKB, ważona PKB (z 2017 r.). Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

Wykres 1.11 Wskaźniki inflacji cen producenta w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, obliczenia NBP.

Stany Zjednoczone – dynamika cen producenta w sektorach przetwórstwa przemysłowego, strefa euro i Chiny – dynamika cen producenta w przemyśle.

¹⁰ Według wstępnego odczytu, w październiku br. inflacja HICP w strefie euro wyniosła 4,1% r/r.

surowców, jak też silnie rosnących cen uprawnień do emisji CO₂. W ostatnich miesiącach nastąpił także wzrost inflacji bazowej (do 1,9% r/r we wrześniu br.; Wykres 1.12), co było efektem postępującego ożywienia gospodarczego, przekładającego się na wzrost dynamiki cen zarówno towarów, jak i usług.

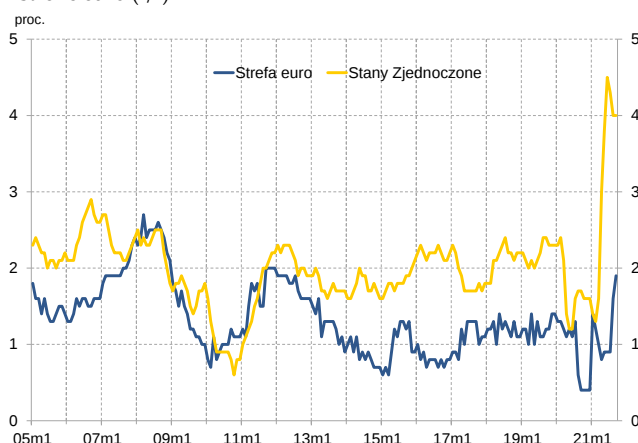
Również w Stanach Zjednoczonych inflacja wzrosła i w miesiącach letnich osiągnęła poziomy najwyższy od 2008 r. We wrześniu 2021 r. inflacja CPI wyniosła 5,4% r/r (wobec 5,4% r/r w czerwcu br.), a inflacja bazowa ukształtowała się na poziomie 4,0% r/r. W kierunku utrzymywania się podwyższonej inflacji, oprócz cen surowców energetycznych, oddziaływała wysoka dynamika cen dóbr trwałego użytku, w tym w szczególności używanych samochodów. Do wyższej inflacji przyczyniał się również wzrost dynamiki cen usług, w tym m.in. w zakresie rekreacji i wypoczynku oraz transportu, następujący w warunkach poluzowania większości restrykcji przeciwepidemicznych.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja również wzrosła (Wykres 1.13). We wrześniu 2021 r. w Czechach wyniosła 4,9%, a na Węgrzech 5,5% r/r. Podobnie jak w innych gospodarkach, główną przyczyną utrzymywania się podwyższonej inflacji w regionie była wysoka dynamika cen energii oraz rosnąca dynamika cen żywności. Inflacja bazowa również stopniowo rosła, do czego w ostatnich miesiącach przyczyniały się podwyżki regulowanych cen mediów i wzrost dynamiki cen usług – w tym związanych z remontami i naprawami oraz rekreacją i rozrywką – a także cen towarów przemysłowych w warunkach utrzymujących się zaburzeń podaży na światowych rynkach surowców i półproduktów.

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców – w szczególności energetycznych – na rynkach światowych w ostatnich miesiącach silnie wzrosły. Wynika to

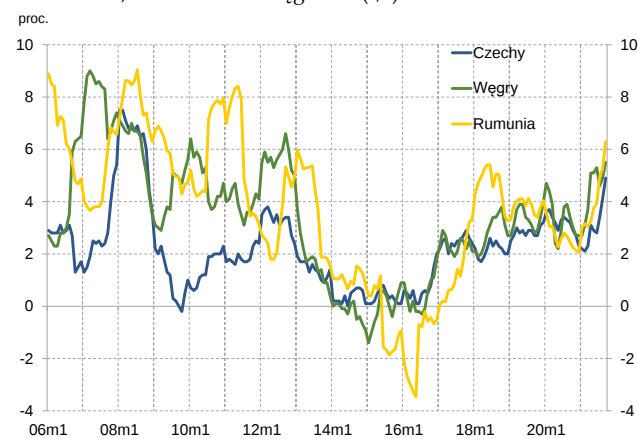
Wykres 1.12 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności nieprzetworzonej.

Wykres 1.13 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych (CPI) w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

przede wszystkim ze zmniejszonej podaży tych surowców w warunkach stopniowej odbudowy aktywności w gospodarce światowej.

Ceny ropy naftowej, po lekkim spadku w lipcu i sierpniu 2021 r., w kolejnych miesiącach znów dynamicznie rosły (Wykres 1.14). W efekcie w październiku br. ropa była średnio dwukrotnie droższa niż przed rokiem. Rosnące ceny ropy były wynikiem wzrostu zapotrzebowania na ten surowiec, wynikającego z odbudowy aktywności gospodarczej, przy jedynie stopniowym zwiększaniu wydobycia przez kraje OPEC+ z obniżonego wcześniej poziomu¹¹. Dodatkowo przejściowo obniżyło się wydobycie ropy w Stanach Zjednoczonych w związku z przejściem huraganu Ida, będącym sezonowym czynnikiem pogodowym.

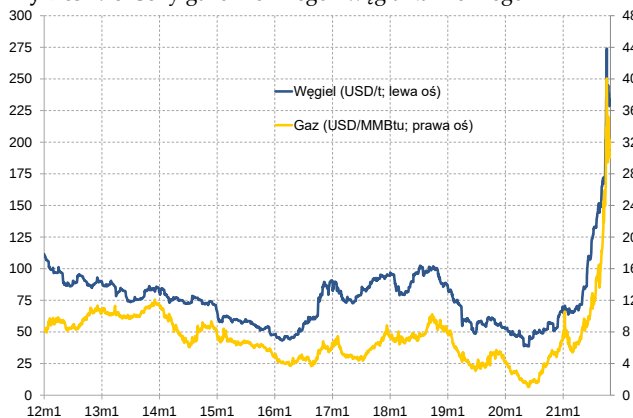
Ceny gazu ziemnego w ostatnich miesiącach silnie wzrosły (Wykres 1.15). W rezultacie w październiku 2021 r. ceny tego surowca były ponad 6-krotnie wyższe niż przed rokiem. Do silnego wzrostu cen gazu przyczyniła się przede wszystkim ograniczona podaż tego surowca, związana m.in. z czasowymi wyłączeniami rosyjskich zakładów przeróbki gazu oraz polityką podażową producentów. Dodatkowo ostatnia mroźna i długa zima odpowiadała za zmniejszenie eksportu LNG ze Stanów Zjednoczonych, równocześnie zwiększając popyt na gaz i w efekcie przyczyniając się do obniżenia stanu zapasów w Europie. Wraz ze stopniową odbudową gospodarczą, w tym w krajach azjatyckich¹², przełożyło się to na bardzo silną presję na wzrost cen tego surowca na rynkach światowych. Wysokie ceny gazu ziemnego zwiększyły opłacalność produkcji energii elektrycznej z węgla, powodując wzrost jego cen. W efekcie ceny węgla

Wykres 1.14 Cena baryłki ropy naftowej Brent w dolarach amerykańskich



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 1.15 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Ceny gazu ziemnego wyrażają ceny kontraktów terminowych ICE Futures Europe w Wielkiej Brytanii; USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za milion tzw. brytyjskich jednostek ciepła, tj. jednostek wyrażających ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (około 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheita (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

¹¹ W lipcu kraje OPEC+ zdecydowały o powrocie do wartości referencyjnej wydobycia, jednak proces zwiększania wydobycia będzie trwać wiele miesięcy.

¹² Zwiększone zapotrzebowanie na niskoemisyjne źródła energii, w szczególności w Chinach, doprowadziło do presji na wzrost cen gazu na rynku azjatyckim. Wywołany tym eksport LNG do państw Azji przełożył się na zmniejszoną podaż w Europie, wymuszając konkurencję cenową i powodując dalszy wzrost cen.

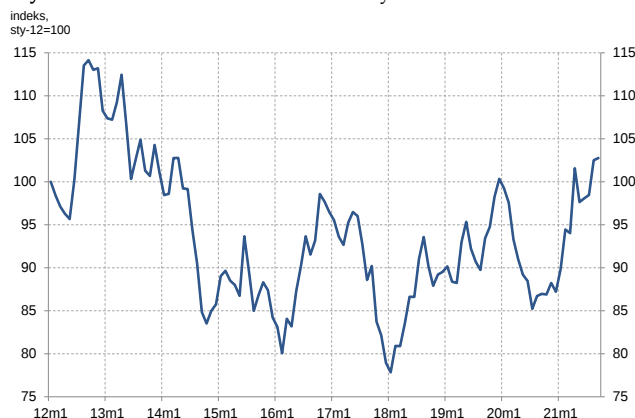
kamiennego w październiku 2021 r. były ponad 4-krotnie wyższe niż rok wcześniej.

Także indeks cen surowców rolnych wyraźnie wzrósł na przestrzeni ostatniego roku. Jego dynamika we wrześniu br. wyniosła 18,2% r/r (Wykres 1.16). Do wzrostu indeksu przyczynił się wzrost cen większości surowców rolnych, w tym głównie pszenicy, rzepaku, produktów pochodzenia mlecznego, kakao i cukru. Na wzrost cen pszenicy wpłynęło zwiększenie prognozowanego deficytu pomiędzy zapotrzebowaniem a globalną podażą, co powiązane było z wprowadzeniem ograniczeń eksportowych przez Rosję na początku 2021 r. Ceny rzepaku rosły ze względu na niską produkcję w UE oraz utrzymujący się silny popyt. Odbudowa popytu przyczyniła się także do wzrostu cen kakao, podczas gdy wzrost importu z krajów azjatyckich przyczynił się do wzrostu cen produktów nabiałowych. Na podwyższonym poziomie utrzymują się także ceny cukru ze względu na oczekiwany globalny deficyt tego surowca w sezonie 2021/22. W przeciwnym kierunku na indeks oddziaływał natomiast spadek cen wieprzowiny, które obniżyły się w warunkach wysokiej podaży w Europie i ograniczonego popytu importowego z Chin, wynikającego z odbudowy poglobia trzody chlewnej w tym kraju.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Banki centralne w większości gospodarek rozwiniętych, w tym w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, w dalszym ciągu prowadzą silnie ekspansywną politykę pieniężną. W szczególności utrzymują one stopy procentowe w pobliżu zera, w tym część banków poniżej zera (Wykres 1.17). Wiele z tych banków prowadzi również skup aktywów, choć w ostatnim okresie część z nich sygnalizowała wygaszanie skupu netto (Wykres 1.18). Jednocześnie w niektórych gospodarkach rozwiniętych oraz w wielu gospodarkach wschodzących banki centralne w ostatnich

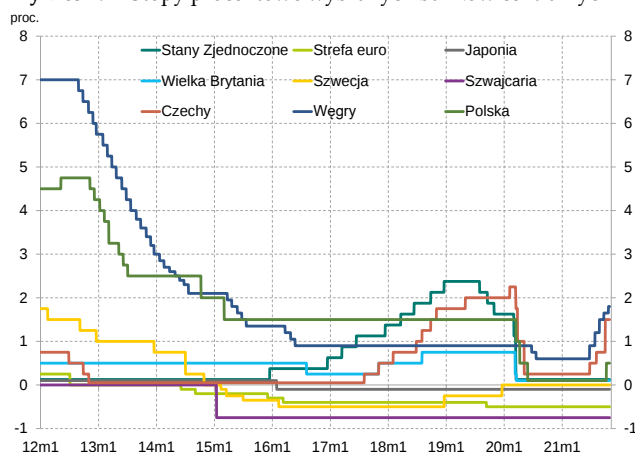
Wykres 1.16 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen artykułów rolnych wchodzi: pszenica, rzepak, wieprzowina, ziemniaki, cukier, kakao, kawa, odtuszczone mleko w proszku, masło i zagęszczony mrożony sok pomarańczowy. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

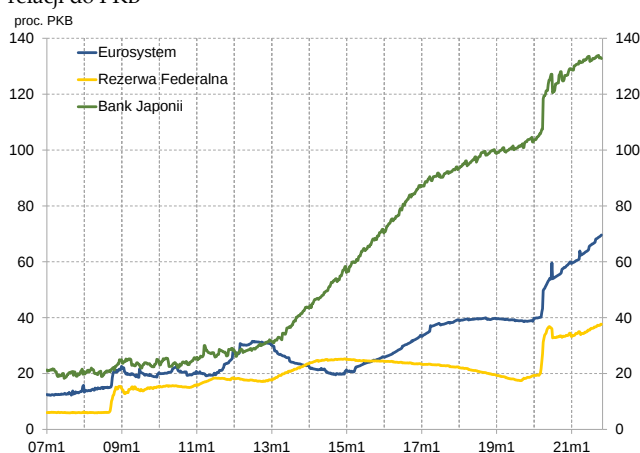
Wykres 1.17 Stopy procentowe wybranych banków centralnych



Źródło: dane Bloomberg.

Stopy procentowe banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy fed funds; dla strefy euro – deposit facility; dla Japonii – Complementary Deposit Facility; dla Szwajcarii – policy rate; dla Wielkiej Brytanii – Bank Rate; dla Szwecji – stopa repo 1W; dla Czech – stopa repo 2W; dla Węgier – base rate; dla Polski – stopa referencyjna.

Wykres 1.18 Wielkość aktywów głównych banków centralnych w relacji do PKB



Źródło: dane Bloomberg i OECD, obliczenia NBP.

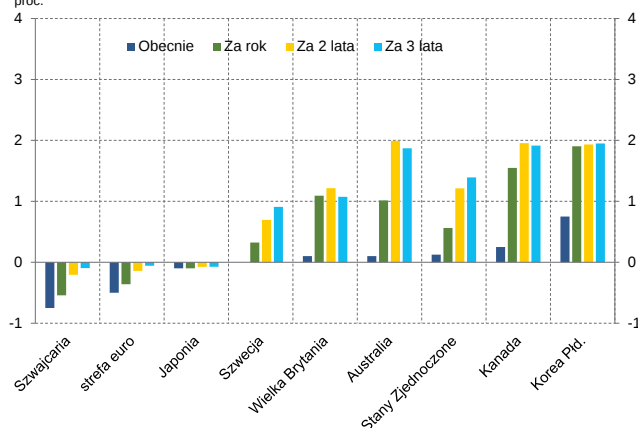
Dane o PKB kwartalne, annualizowane i odsezonowane. Do obliczeń za III kw. 2021 r. zastosowano PKB za II kw. 2021 r.

miesiącach podniosły stopy procentowe. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że również w części głównych gospodarek stopy procentowe w najbliższych latach wzrosną, choć w ograniczonym stopniu, przy czym m.in. w strefie euro mogą one pozostać ujemne (Wykres 1.19).

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje ujemną stopę depozytową na poziomie -0,50% i sygnalizuje, że stopy procentowe mogą w przyszłości kształtować się na obecnym lub niższym poziomie, aby wesprzeć realizację celu inflacyjnego zgodnie ze zrewidowaną w lipcu br. strategią (por. Ramka 2: *Wyniki przeglądu strategii polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego*)¹³. EBC realizuje również program skupu aktywów (APP) w skali 20 mld EUR miesięcznie bez określenia daty jego zakończenia oraz pandemiczny program skupu aktywów (PEPP), w ramach którego zapowiada skup aktywów o wartości 1 850 mld EUR do marca 2022 r. PEPP jest realizowany w sposób elastyczny, w zależności od warunków rynkowych. We wrześniu br. EBC zasygnalizował nieznaczne zmniejszenie miesięcznego tempa zakupów w ramach tego programu. Ponadto EBC nadal prowadzi długoterminowe operacje zasilające sektor bankowy w płynność.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) utrzymuje docelowy przedział dla stopy *fed funds* na poziomie 0,00%-0,25%. Jednocześnie nadal prowadzi skup obligacji skarbowych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami (MBS), jednak sygnalizuje, że skup netto będzie wkrótce stopniowo wygaszany. Mediana oczekiwań przedstawicieli Fed sugeruje,

Wykres 1.19 Obecny i oczekiwany poziom stóp procentowych banków centralnych w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – stopa repo 1W; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*; dla Korei – *Base Rate*. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów OIS – stan na 27 października 2021 r.

¹³ Fragment komunikatu po posiedzeniu Rady Prezesów EBC w dniu 28.10.2021 r.: „Żeby wesprzeć swój symetryczny 2-procentowy cel inflacyjny i zgodnie ze strategią polityki pieniężnej, Rada Prezesów przewiduje, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, aż Rada stwierdzi, że inflacja osiąga 2% znacznie przed końcem horyzontu projekcji i pozostaje na tym poziomie przez pozostałą część horyzontu projekcji, oraz oceni dotychczasowy postęp inflacji bazowej jako wystarczający, żeby uznać go za spójny ze stabilizacją inflacji na poziomie 2% w średnim okresie. Może to również oznaczać, że będzie przejściowy okres, podczas którego inflacja znajdzie się umiarkowanie powyżej celu.”.

że pierwsza podwyżka stóp procentowych może nastąpić w 2022 r.

Wiele z pozostałych banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych, w tym w Japonii, Wielkiej Brytanii, Szwecji, Szwajcarii, Kanadzie i Australii również utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera. W większości z tych gospodarek banki centralne prowadzą też skup aktywów, choć w części z nich sygnalizowane jest zakończenie skupu netto w najbliższych miesiącach.

Jednocześnie banki centralne w Norwegii, Korei i Nowej Zelandii oraz w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, a także w wielu pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących, m.in. w Brazylii i Rosji, w ostatnich miesiącach podwyższyły stopy procentowe.

Ramka 2: Wyniki przeglądu strategii polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego

W lipcu 2021 r. EBC przedstawił wyniki trwającego półtora roku przeglądu swojej strategii¹⁴. Pozostawiając bez zmian wiele kluczowych aspektów strategii, wprowadzono kilka modyfikacji, z których do najważniejszych zaliczyć można zmianę definicji stabilności cen poprzez ogłoszenie skwantyfikowanego, symetrycznego celu inflacyjnego ustalonego na poziomie 2% (w tym dopuszczenia możliwości akceptowania okresowego przekraczania przez inflację poziomu 2%) oraz postulat bardziej precyzyjnego uwzględniania w przyszłości we wskaźniku inflacji HICP¹⁵ szacunku kosztów zamieszkiwania mieszkań przez ich właścicieli.

Dotychczasowa strategia EBC i jej modyfikacje

Ogłaszając strategię EBC w 1998 r., Rada Prezesów wskazała, że obejmuje ona ilościową definicję stabilności cen określoną jako „roczny wzrost wskaźnika HICP dla strefy euro poniżej 2%” oraz dwie płaszczyzny analizy ryzyk dla stabilności cen: analizę monetarną oraz ekonomiczną¹⁶.

W odpowiedzi na zmiany zachodzące w gospodarce EBC dokonywał okresowych przeglądów swojej strategii jednak dotychczas nieregularnie tj. w 2001, 2003 oraz 2011 r., za każdym razem akcentując utrzymanie w mocy w jak największym zakresie deklaracji EBC odnoszących się do sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. Ogłaszane modyfikacje dotyczyły w głównej mierze doprecyzowania definicji stabilności cen. W 2001 r. podkreślono, że definicja stabilności cen jasno sygnalizuje, że zarówno przedłużająca się inflacja, jak i deflacja nie są z nią zgodne, a określenie „poniżej 2%” jednoznacznie wskazuje na górną granicę dla inflacji zgodnej z definicją

¹⁴ Zmiany w strategii EBC zostały zaprezentowane w dokumencie pt. „*The ECB's Monetary Policy Strategy Statement*” (EBC, 2021a) oraz w trakcie towarzyszącej publikacji tego materiału konferencji prasowej z udziałem Prezes EBC Christine Lagarde i Wiceprezesa Luisa de Guindosa (EBC, 2021b). Szczegóły dotyczące modyfikacji strategii opisano również w dokumencie strategicznym „*An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy*” (EBC, 2021c).

¹⁵ Zharmonizowany Indeks Cen Konsumpcyjnych (ang. *Harmonised Index of Consumer Prices – HICP*).

¹⁶ Analiza monetarna koncentrowała się na długookresowej relacji pomiędzy szerokimi agregatami monetarnymi a inflacją. Z kolei analiza ekonomiczna uwzględniała wpływ czynników ekonomicznych i finansowych na inflację, przede wszystkim w krótkim i średnim okresie (EBC, 2000).

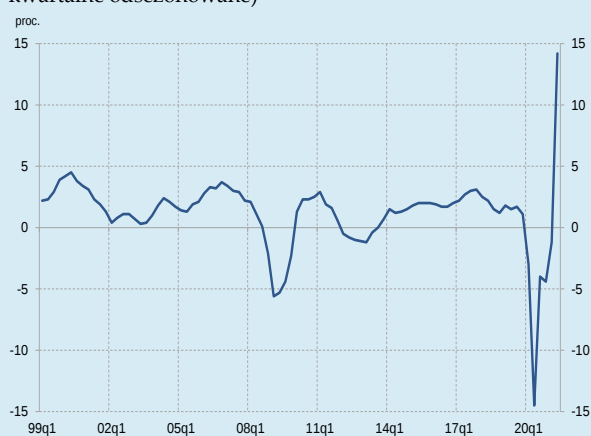
stabilności cen (EBC, 2001). W 2003 r. wskazano natomiast, że EBC dąży do utrzymania inflacji będącej „poniżej, lecz blisko 2%” (EBC, 2004). Doprecyzowanie oznaczało *de facto* nieznaczne podniesienie celu inflacyjnego. Zamieniono również kolejność wymieniania filarów, na których bazuje ocena ryzyka dla inflacji, wskazując analizę ekonomiczną jako pierwszą.

Przez kolejne lata EBC nie modyfikował definicji stabilności cen. Dopiero w czasie zmagania z kryzysem zadłużeniowym strefy euro, kiedy to potrzebne było dalsze silne złagodzenie polityki pieniężnej pomimo obniżenia stóp procentowych do historycznie niskiego poziomu, ówczesny Prezes EBC Mario Draghi w czasie konferencji prasowych zaczął wskazywać na symetryczność rozumienia pożądanego poziomu inflacji (EBC, 2014; EBC, 2016; EBC, 2019a). Od września 2019 r. informacja o symetryczności definicji stabilności cen stanowiła stały fragment Oświadczenia Wstępnego (ang. *Introductory Statement*) odczytywanego na początku konferencji prasowej, a retorykę o symetrii w postrzeganiu pożądanego poziomu inflacji kontynuowała kolejna Prezes Banku, Christine Lagarde.

Uzasadnienie przeglądu strategii EBC

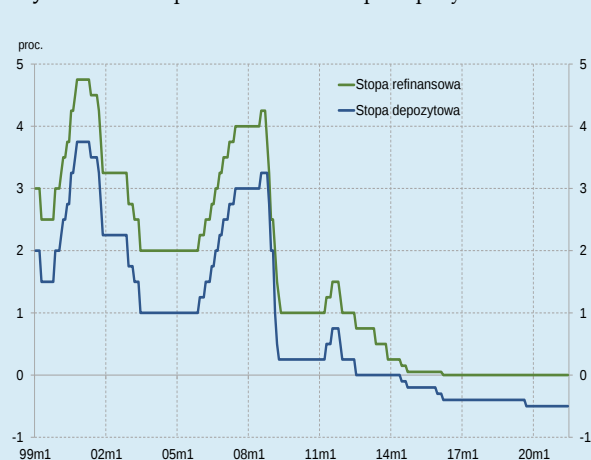
Rewizja strategii przeprowadzona w 2021 r. miała być odpowiedzią na zmiany strukturalne, które nastąpiły w gospodarce światowej, w tym w strefie euro, w ostatnich latach, a które w szczególności ograniczyły przestrzeń do skutecznego łagodzenia polityki pieniężnej z wykorzystaniem jedynie instrumentów standardowych. Nie bez znaczenia wydaje się być również fakt, że w 2019 r. przegląd swojej strategii polityki pieniężnej zapowiedział Bank Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Fed, 2019) – to wtedy bowiem na potrzebę przeprowadzania podobnego procesu zaczęto wskazywać także w strefie euro (Bank Finlandii, 2019; EBC, 2019b).

Wykres R.2.1 Wzrost PKB w ujęciu r/r w strefie euro (dane kwartalne odsezonowane)



Źródło: dane Eurostat.

Wykres R.2.2 Stopa refinansowa i stopa depozytowa EBC



Źródło: dane EBC.

Zapowiadając przegląd strategii wskazywano na słabnący potencjał wzrostu gospodarczego strefy euro (Wykres R.2.1), będący efektem m.in. spowolnienia produktywności i starzenia się populacji, oraz długofalowe negatywne konsekwencje kryzysu finansowego, które doprowadziły do trwałego zmniejszenia przestrzeni do łagodzenia polityki pieniężnej poprzez obniżanie stóp procentowych (Wykres R.2.2). Zaznaczono przy tym, że problem zbyt niskiej inflacji (Wykres R.2.3), który w ostatnim czasie dla wielu gospodarek – w tym dla strefy euro – stał się bardziej typowy niż zwalczanie zbyt wysokiej inflacji, wymaga innego podejścia niż przeciwdziałanie ryzyku nadmiernego wzrostu dynamiki cen.

Główne zmiany w strategii EBC

Kluczową zmianą ogłoszoną przez EBC jest modyfikacja dotychczasowej definicji stabilności cen poprzez ogłoszenie skwantyfikowanego celu inflacyjnego ustalonego na poziomie 2% (cel inflacyjny EBC ma – tak jak dotychczas – obowiązywać w średnim okresie i odnosić się do wskaźnika HICP). Jednocześnie EBC po raz pierwszy formalnie użył sformułowania charakterystycznego dla strategii celu inflacyjnego – tj. „*inflation target*” i wprost zaznaczył, że dokonał nieznacznego podwyższenia celu¹⁷.

Wykres R.2.3 Inflacja HICP w strefie euro oraz poziom 2%



Źródło: dane Eurostat.

Towarzyszyło temu stwierdzenie, że dodatni „bufor inflacyjny”, wynikający z celu na poziomie 2% jest korzystny dla zachowania przestrzeni do obniżek stóp procentowych w razie negatywnych szoków, zapewniając margines bezpieczeństwa wobec ryzyka pojawienia się trwałej deflacji w poszczególnych gospodarkach, zwłaszcza w warunkach obniżającej się stopy procentowej równowagi. Podtrzymano również stanowisko, że „bufor inflacyjny” pozwala na płynniejsze korekty nierównowag makroekonomicznych pomiędzy krajami strefy euro, w tym zmniejsza ryzyko nadmiernego wzrostu bezrobocia w przypadku spowolnienia gospodarczego poprzez uwzględnienie ograniczeń dla spadku płac nominalnych (ang. *nominal wage rigidities*). Jest on także uzasadniony przez dodatni błąd pomiaru inflacji (ang. *measurement bias*), który oznacza, że rzeczywista inflacja jest niższa niż rejestrowana przez urzędy statystyczne. Jednocześnie wskazano, że cel inflacyjny jest symetryczny, a więc Rada Prezesów EBC postrzega ujemne i dodatnie odchylenia od celu jako równie niepożądane. Podkreślono, że obowiązująca definicja celu powinna rozwiązać niejasności, co do jego interpretacji, w tym poziom 2% nie powinien być już rozumiany jako górne ograniczenie dla inflacji zgodnej z definicją stabilnością cen. W sytuacji, gdy stopy procentowe będą kształtować się w pobliżu efektywnego dolnego ograniczenia, reakcja polityki pieniężnej na negatywne szoki może wymagać bardziej stanowczego i trwałego wykorzystania instrumentów polityki pieniężnej, w tym może doprowadzić do tymczasowego kształtowania się inflacji umiarkowanie powyżej celu¹⁸.

W wyniku przeglądu wysunięto również postulat uwzględnienia we wskaźniku inflacji HICP branych pod uwagę w decyzjach w zakresie polityki pieniężnej, szacunku kosztów zamieszkiwania mieszkań przez ich właścicieli (ang. *costs related to owner-occupied housing – OOH*¹⁹). Rada Prezesów EBC dostrzega, że wskaźnik uwzględniający te koszty lepiej odzwierciedlałby inflację, która jest istotna dla gospodarstw domowych. Obecnie koszty związane z posiadaniem nieruchomości mieszkaniowych są ujęte we wskaźniku HICP jedynie częściowo.

Pozostałe z ogłoszonych modyfikacji strategii EBC w dużej mierze polegają na formalnym uwzględnieniu w niej niektórych elementów stosowanych już *de facto* przez EBC, a także na zapowiedziach zmian, których wprowadzenie jest rozłożone w czasie. W tym kontekście warto wspomnieć o usankcjonowaniu wykorzystania dodatkowych instrumentów polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia efektywnego dolnego ograniczenia dla stóp procentowych²⁰. Silniej podkreślono również komplementarność celu w postaci stabilności cen

¹⁷ Dotychczas EBC nie posługiwał się pojęciem „celu inflacyjnego” (ang. *inflation target*) odnosząc się w swoich publikacjach najczęściej do definicji stabilności cen (ang. *definition of price stability*) lub nieco zmodyfikowanych pojęć zbliżonych do sformułowania „cel inflacyjny” (ang. *inflation aim, inflation goal*).

¹⁸ „(...) faced with large adverse shocks the ECB's policy response will, as appropriate and based on a careful proportionality analysis, include an especially forceful use of its monetary policy instruments. In addition, closer to the effective lower bound, it may also call for a more persistent use of these instruments. This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target.” (EBC, 2021c).

¹⁹ Są to koszty związane z posiadaniem, utrzymaniem i mieszkaniem w danej nieruchomości.

²⁰ EBC nie nazywa tych dodatkowych instrumentów instrumentami niestandardowymi, a określa ich status jedynie poprzez wskazanie sytuacji, w której mają one zastosowanie.

ze zrównoważonym wzrostem gospodarczym i pełnym zatrudnieniem. Zwrócono też większą uwagę (względem przeglądu z 2003 r.) na stabilność systemu finansowego. Stwierdzono, że zdaniem EBC stabilność finansowa jest warunkiem koniecznym stabilności cen, a stabilność cen jest warunkiem koniecznym stabilności finansowej. Zmiany w strategii zakładają także zintegrowanie dwóch filarów analizy ryzyk dla stabilności cen (analizy ekonomicznej i monetarno-financej). Kolejną modyfikacją jest zobowiązanie Rady Prezesów EBC do uwzględniania w polityce pieniężnej wpływu jakich zmian klimatycznych oraz przechodzenie do gospodarki niskoemisyjnej wywierają na procesy makroekonomiczne. W tym celu EBC wzmocni swoje zaplecze analityczno-badawcze, aby w sposób bardziej wszechstronny brać pod uwagę czynniki klimatyczne w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Literatura

- Bank Finlandii (2019), *Bank of Finland Bulletin of 15 March 2019*
 EBC (2000), *The two pillars of the ECB's monetary policy strategy*, ECB Monthly Bulletin November 2000
 EBC (2001), *The Monetary Policy of the ECB*
 EBC (2004), *The Monetary Policy of the ECB*
 EBC (2014), *Transkrypcja konferencji prasowej z 6 lutego 2014 r.*
 EBC (2016), *Transkrypcja konferencji prasowej z 10 marca 2016 r.*
 EBC (2019a), *Transkrypcja konferencji prasowej z 25 lipca 2019 r.*
 EBC (2019b), *Account of the Monetary Policy Meeting of 5–6 June 2019*
 EBC (2021a), *The ECB's Monetary Policy Strategy Statement*, Komunikat z 8 lipca 2021 r.
 EBC (2021b), *Transkrypcja konferencji prasowej z 8 lipca 2021 r.*
 EBC (2021c), *An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy*
 Fed (2019), *Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications — Overview*

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach w kierunku poprawy nastrojów na światowych rynkach finansowych oddziaływało globalne ożywienie gospodarcze, które znalazło odzwierciedlenie m.in. w dobrych wynikach finansowych wielu spółek giełdowych w głównych gospodarkach. Natomiast niekorzystnie na nastroje rynkowe wpływały utrzymujące się ograniczenia podaży na niektórych rynkach, a także silny wzrost cen surowców – zwłaszcza energetycznych – i kosztów transportu międzynarodowego, które oddziaływały negatywnie na koniunkturę w światowym przemyśle i sprzyjały wzrostowi oczekiwań inflacyjnych na świecie (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Towarzyszyły temu sygnały o możliwym ograniczeniu skali akomodacji monetarnej przez wiodące banki centralne (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Jednocześnie negatywnie na nastroje

na rynkach, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, oddziaływały także sygnały pogorszenia perspektyw gospodarczych w Chinach. Na nastroje rynkowe oddziaływała również trwająca pandemia, choć niepewność z nią związana była znacznie mniejsza niż w ub.r.

W tych warunkach w ostatnich miesiącach dolar amerykański umocnił się względem euro i wielu innych walut. Sprzyjało temu sygnalizowanie przez Fed zamiaru stopniowego wygaszania skupu netto aktywów, a także oczekiwania uczestników rynków finansowych dotyczące wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w kolejnych latach i możliwego utrzymania ujemnych stóp w strefie euro. Mimo to kurs dolara względem m.in. euro i walut gospodarek wschodzących pozostawał istotnie słabszy niż przed wybuchem pandemii (Wykres 1.20).

Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek w ostatnich miesiącach wzrosły, choć w wielu z nich, w tym w Stanach Zjednoczonych, pozostały niższe niż średnio w latach przed pandemią (Wykres 1.21). W kierunku wyższych rentowności oddziaływało nasilenie się czynników podwyższających globalną inflację, które znalazło także odzwierciedlenie w silnym wzroście długoterminowych oczekiwań inflacyjnych implikowanych z notowań instrumentów finansowych w głównych gospodarkach (Wykres 1.22). Rentowności długoterminowych obligacji wyraźnie wzrosły również w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej – w Czechach i na Węgrzech wyraźnie przekroczyły poziom z początku 2020 r., tj. sprzed wybuchu pandemii.

Z kolei ceny akcji w gospodarkach rozwiniętych w ostatnim czasie kształtowały się na poziomie zbliżonym do historycznego maksimum z września br. (Wykres 1.23). Natomiast w gospodarkach wschodzących indeksy giełdowe w ostatnich miesiącach obniżyły się,

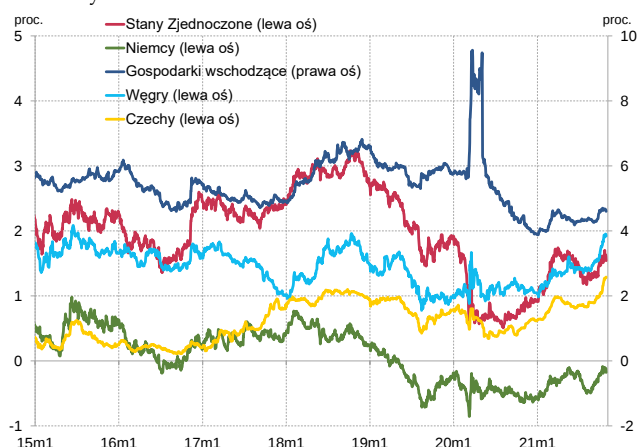
Wykres 1.20 Kurs dolara amerykańskiego względem walut gospodarek wschodzących oraz euro (wzrost oznacza aprecjację dolara)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

Wykres 1.21 Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Stany Zjednoczone, Niemcy, Czechy i Węgry – rentowności 10-letnich obligacji; Gospodarki wschodzące – Bloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns.

Wykres 1.22 Oczekiwania rynkowe dotyczące średniej inflacji w okresie pięciu lat za pięć lat



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwania implikowane z notowań swapów inflacyjnych.

na co wpłynęło m.in. pogorszenie perspektyw gospodarczych w Chinach i niepewność dotycząca sytuacji w branży nieruchomości tej gospodarki (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

Wykres 1.23 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

Rynki rozwinięte – MSCI World Equity Index, rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

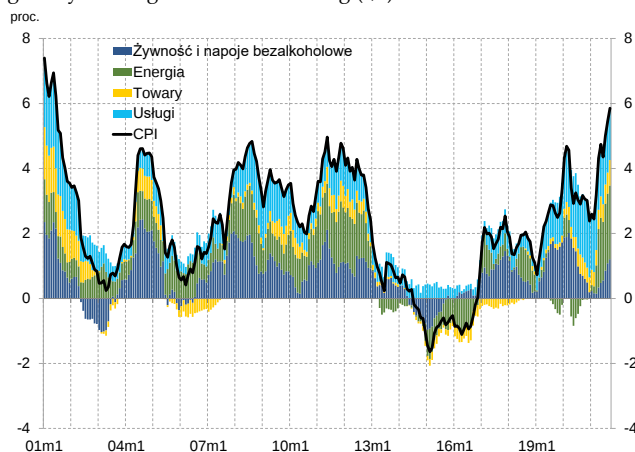
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

W ostatnich miesiącach dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – wzrosła (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). We wrześniu 2021 r. wyniosła 5,9% r/r (Wykres 2.1)²¹. Przyspieszenie wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych wobec maja br. wynikało przede wszystkim z oddziaływania czynników o charakterze podażowym i globalnym (wzrost cen gazu, węgla i ropy naftowej oraz części surowców rolnych), znajdujących odzwierciedlenie we wzroście dynamiki cen żywności i energii. Do wzrostu CPI przyczyniał się także wcześniejszy wzrost cen administrowanych²². W kierunku wzrostu cen oddziaływała również korzystna sytuacja gospodarcza i wyraźny wzrost dochodów gospodarstw domowych. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii była we wrześniu br. nieco wyższa niż w maju, co wynikało z wyższej dynamiki cen towarów nieżywnościowych.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych wzrosła we wrześniu 2021 r. do 4,4% r/r z 1,7% r/r w maju. Przyspieszenie wzrostu cen w tej kategorii było spowodowane przede wszystkim wzrostem dynamiki cen żywności nieprzetworzonej (z 0,7% r/r w maju br. do 4,3% r/r we wrześniu), głównie w efekcie szybszego wzrostu cen warzyw i mięsa²³. Rosnące ceny surowców rolnych

Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²¹ W październiku br. według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI wyniosła 6,8% r/r.

²² We wrześniu br. wkład cen administrowanych do inflacji CPI wyniósł 1,2 pkt. proc.

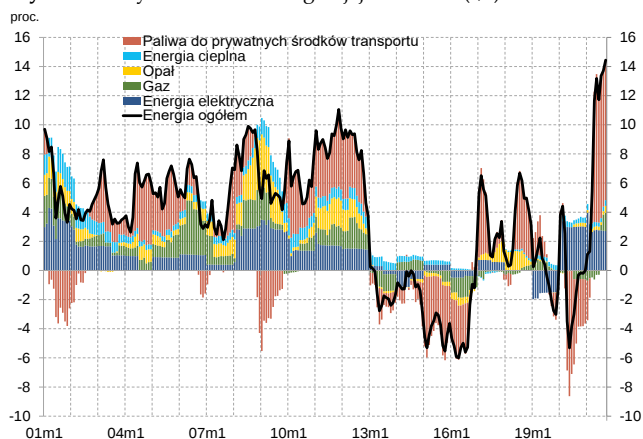
²³ Wzrost dynamiki cen warzyw wynikał z oczekiwanych niższych zbiorów w 2021 r. w porównaniu do 2020 r. Wzrost dynamiki cen mięsa był natomiast związany z jego ograniczoną podażą w warunkach rozprzestrzeniania się chorób zwierzęcych, wysokich kosztów produkcji i odbudowy popytu z sektora gastronomicznego.

na rynkach światowych przełożyły się ponadto na wzrost cen pieczywa i produktów zbożowych, produktów nabiałowych oraz olejów i tłuszczów²⁴, co podbiło w ostatnich miesiącach dynamikę cen żywności przetworzonej (z 2,6% r/r w maju br. do 4,5% r/r we wrześniu).

Globalne szoki podażowe przyczyniły się także do wzrostu rocznej dynamiki cen energii (do 14,4% r/r we wrześniu br. z 13,2% r/r w maju, Wykres 2.2; por. Ramka 3: *Ceny surowców energetycznych po wybuchu pandemii COVID-19 i ich wpływ na inflację CPI w Polsce*). W szczególności gwałtowny wzrost cen gazu na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*) przełożył się na wzrost dynamiki cen tego surowca w kraju (do 9,2% r/r we wrześniu br. wobec -2,0% r/r w maju). Jednak największy wkład do inflacji cen energii nadal miała wysoka dynamika cen paliw do prywatnych środków transportu (28,6% r/r we wrześniu br.) – związana z wcześniejszym wzrostem światowych cen ropy naftowej i silnym efektem niskiej bazy z ubiegłego roku – oraz dynamika opłat za energię elektryczną (9,5% r/r we wrześniu br.) wynikająca przede wszystkim z wprowadzenia opłaty mocowej od początku br.

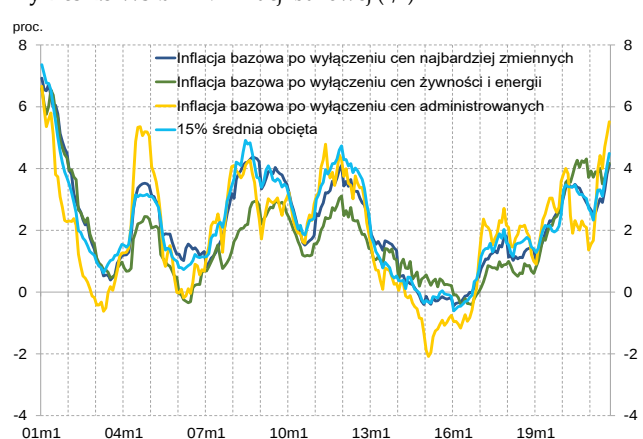
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, po przejściowym spadku w czerwcu br. do 3,5% r/r, ponownie wzrosła do 4,2% r/r we wrześniu br. (wobec 4,0% w maju br.; Wykres 2.3). Do wzrostu tej kategorii cen przyczyniała się realizacja odroczonego popytu po złagodzeniu restrykcji przeciwepidemicznych, podwyższająca w szczególności dynamikę cen towarów nieżywnościowych (w tym związanych z konserwacją i wyposażeniem mieszkań) i usług związanych z wypoczynkiem. Czynnikiem dodatkowo oddziałującym w kierunku wzrostu cen produktów nieżywnościowych były również występujące na niektórych rynkach ograniczenia podaży (por. Ramka 1: *Zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i ich konsekwencje dla gospodarki*

Wykres 2.2 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

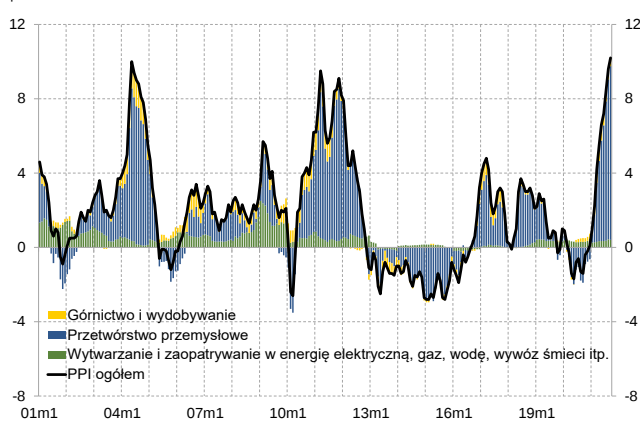
²⁴ Wzrost cen w tych grupach wynikał także z rosnących kosztów energii i pracy.

światowej). Z kolei wzrost cen usług był podwyższany nie tylko przez realizację odłożonego popytu, ale także – w dalszym ciągu – przez wysoką dynamikę cen usług administrowanych, w szczególności opłat za wywóz nieczystości. W kierunku obniżenia inflacji cen usług oddziaływało natomiast przede wszystkim spowolnienie dynamiki cen łączności.

Globalne czynniki podażowe przyczyniły się także do wzrostu dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce, która we wrześniu br. wyniosła 10,2% r/r. (wobec 5,5% r/r w kwietniu br.; Wykres 2.4). Przyspieszenie wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu wynika w znacznym stopniu ze wzrostu cen surowców (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), energii elektrycznej oraz towarów zaopatrzeniowych, których ceny są podbijane przez występujące na niektórych rynkach ograniczenia podażowe i wzrost cen transportu międzynarodowego.

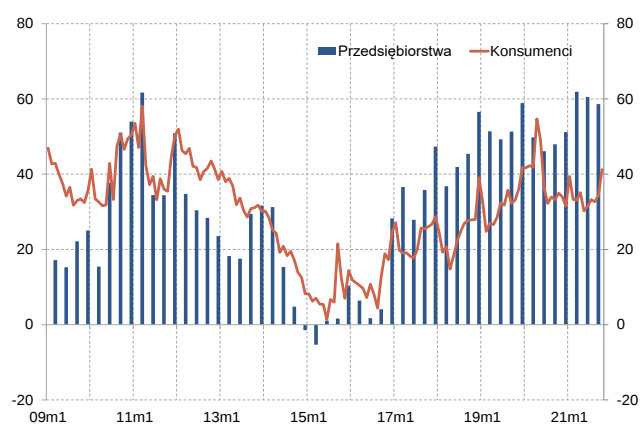
Wraz ze wzrostem bieżącej inflacji i cen surowców, w ostatnich kwartałach wzrosły oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego ankietowanych przez Refinitiv oraz uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (Tabela 2.1). Nadal wskazują one jednak na stopniowe obniżanie się inflacji w latach 2022–2023. Ankietowe opinie przedsiębiorstw mierzone statystyką bilansową nieznacznie obniżyły się w III kw. br., choć utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie. Towarzyszyło temu niewielkie przesunięcie się opinii konsumentów w kierunku wyższej inflacji (Wykres 2.5).

Wykres 2.4 Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i jej struktura (r/r)
proc.



Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen a odsetkiem respondentów oczekujących braku zmian lub spadku cen (z odpowiednimi wagami). Wzrost statystyki bilansowej jest interpretowany jako przesunięcie opinii ankietowanych w kierunku wyższej dynamiki cen.

Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	Ankieta przeprowadzona w:				
	20q4	21q1	21q2	21q3	21q4
Ankieta Refinitiv, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,8	2,7	3,4	3,5	3,8
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,6 (2,1-3,1)	3,1 (2,4-3,7)	3,4 (2,7-3,9)	4,1 (3,3-4,8)	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,7 (2,1-3,5)	3,0 (2,2-3,6)	3,1 (2,3-3,8)	3,4 (2,4-4,3)	-

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv (dawniej Thomson Reuters) w ostatnim miesiącu danego kwartału z wyjątkiem IV kw. 2021 r., dla którego pokazano prognozę z października br.

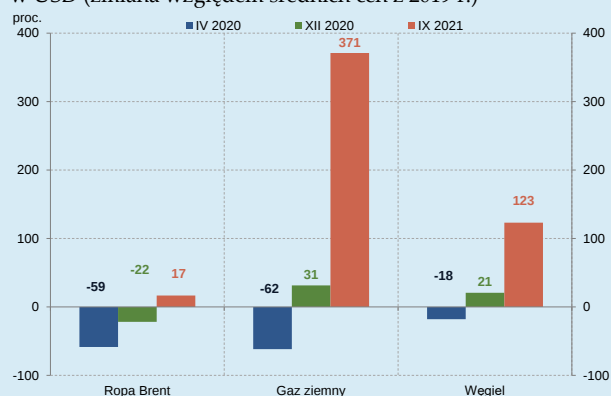
Oczekiwania inflacyjne prognozów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu. Ankieta odbywa się w ostatnich dwóch tygodniach danego kwartału i zachodzi na kolejne dwa dni robocze kolejnego kwartału.

Ramka 3: Ceny surowców energetycznych po wybuchu pandemii COVID-19 i ich wpływ na inflację CPI w Polsce

Bezpośrednim następstwem wybuchu pandemii COVID-19 było wprowadzenie w wielu krajach świata restrykcji przeciwepidemicznych. Ich celem było powstrzymanie transmisji wirusa SARS-CoV-2 poprzez ograniczenie mobilności społeczeństw. W rezultacie aktywność gospodarcza w większości krajów spadła w niespotykanym dotąd stopniu, co spowodowało istotne obniżenie się globalnego popytu na energię²⁵. W warunkach braku dostosowania produkcji spadek popytu doprowadził w krótkim okresie do wyraźnego obniżenia się cen surowców energetycznych (Wykres R.3.1). W efekcie, w kwietniu 2020 r. średnie miesięczne ceny ropy naftowej były niższe o niemal 60%, ceny gazu ziemnego o 62%, a ceny węgla w porcie Richard's Bay o 18% względem średnich poziomów z 2019 r. Jednocześnie, ograniczanie aktywności gospodarczej doprowadziło do spadku cen uprawnień do emisji CO₂ w ramach europejskiego systemu handlu emisjami EU ETS o 15%, a ceny energii elektrycznej w Polsce na rynku dnia następnego (IRDN) obniżyły się o 35% (Wykres R.3.2).

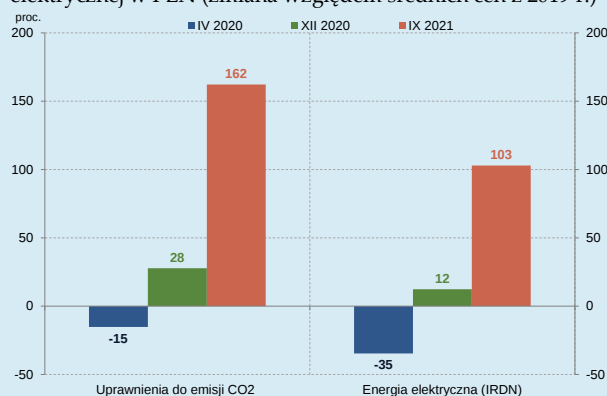
Po bezprecedensowym spadku cen surowców energetycznych (m.in. ropy naftowej na rynku terminowym, przejściowo nawet do ujemnego poziomu, oraz gazu ziemnego do wieloletniego minimum) dostosowania po stronie podaży doprowadziły do wyraźnego ograniczenia produkcji²⁶, stabilizując ceny surowców energetycznych na niskim poziomie w II kw. 2020 r. Wraz z łagodzeniem restrykcji przeciwepidemicznych i poprawą aktywności gospodarczej, od III kw. 2020 r. ceny surowców energetycznych, a także ceny uprawnień do emisji CO₂ oraz energii elektrycznej zaczęły relatywnie szybko wzrastać. W efekcie, już w grudniu 2020 r. kształtowały się (z wyjątkiem cen ropy naftowej) powyżej swoich średnich poziomów z 2019 r. (tj. sprzed wybuchu pandemii COVID-19), a w ciągu kolejnych miesięcy 2021 r. kontynuowały wzrosty (Wykres R.3.1, Wykres R.3.2). Z jednej strony, wynikało to z rozwoju akcji szczepień, umożliwiającej łagodzenie części obostrzeń, sprzyjającej odbudowie globalnej aktywności gospodarczej w 2021 r. i oddziałującej w kierunku poprawy oczekiwań co do przyszłego tempa wzrostu gospodarki światowej. Z drugiej strony, do wzrostu cen zaczęły również przyczyniać się nowe czynniki, specyficzne dla poszczególnych rynków.

Wykres R.3.1 Kształtowanie się cen surowców energetycznych w USD (zmiana względem średnich cen z 2019 r.)



Źródło: Bloomberg, TGE, opracowanie NBP.

Wykres R.3.2 Ceny uprawnień do emisji CO₂ oraz energii elektrycznej w PLN (zmiana względem średnich cen z 2019 r.)



Źródło: Bloomberg, TGE, opracowanie NBP.

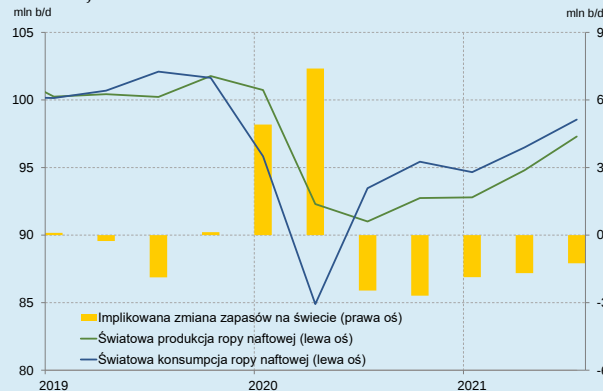
²⁵ Dla przykładu, w okresie obowiązywania najsilniejszych restrykcji gospodarczych, tj. w II kw. 2020 r., światowa konsumpcja ropy naftowej spadła o 15,5% według amerykańskiej agencji rządowej *U.S. Energy Information Administration (EIA)*. W ujęciu średniorocznym konsumpcja ropy naftowej na świecie obniżyła się o 8,5%.

²⁶ Przede wszystkim, 9 kwietnia 2020 r. kraje zrzeszone w ramach OPEC+ zdecydowały, że ograniczą produkcję od maja 2020 r. nawet o 9,7 mln baryłek dziennie, tj. o ok. 10% światowej produkcji. Istotny spadek wydobywania nastąpił również w krajach niezrzeszonych w OPEC, m.in. w Stanach Zjednoczonych, wskutek znacznego spadku opłacalności produkcji, głównie ze złóż niekonwencjonalnych.

W warunkach rosnącej aktywności gospodarczej na świecie, ceny na rynku ropy naftowej kształtowały się na podwyższonym poziomie głównie z powodu oddziaływania dwóch czynników. Po pierwsze, OPEC+ kontynuował politykę ograniczania produkcji ze względu na utrzymującą się niepewność dotyczącą globalnej koniunktury²⁷. Po drugie, w wolnym tempie rosła podaż surowca w Stanach Zjednoczonych, co wynikało z relatywnie niskiej aktywności wiertniczej, spowodowanej istotnym pogorszeniem się sytuacji finansowej firm z sektora wydobywczego, jak również niekorzystnymi warunkami pogodowymi (m.in. fala mrozów w Teksasie na początku 2021 r. zakłóciła wydobycie surowca). W efekcie, poziom zapasów ropy na świecie systematycznie obniżał się (Wykres R.3.3), kreując presję na wzrost cen (do 82,7 USD/b w październiku br.²⁸, czyli o 99,1% r/r).

Na rynku gazu w kierunku wzrostu cen oddziaływały zarówno czynniki o charakterze popytowym, jak i podażowym. Z jednej strony, w krajach UE zapotrzebowanie na energię wzrosło ponadprzeciętnie zarówno zimą 2021 r. (wskutek nietypowo niskich temperatur), jak i latem tego roku (wskutek fali upałów). Z drugiej strony, spadła produkcja energii elektrycznej z farm wiatrowych ze względu na niską wietrzność, co doprowadziło do wzrostu popytu na gaz ziemny, używanego do wytwarzania prądu²⁹. Jednocześnie, spadek dostaw surowca, zarówno skroplonego gazu ziemnego, jak i gazu ziemnego z Norwegii (efekt remontu infrastruktury przesyłowej) oraz Rosji (wskutek ograniczonego przesyłu) doprowadził do kształtowania się zapasów w UE na bardzo niskim poziomie. W efekcie różnokierunkowych zmian popytu i podaży, ceny gazu ziemnego zaczęły bardzo dynamicznie wzrastać (do ok. 331,94 USD/100therm w październiku br., czyli o 539,2% r/r, Wykres R.3.4). Ich rekordowy wzrost spowodował, że produkcja energii elektrycznej ze źródeł węglowych stała się ponownie opłacalna, pomimo ich znacznie wyższej emisyjności i utrzymywania się cen uprawnień do emisji CO₂ na historycznie wysokim poziomie³⁰ (Wykres R.3.5). W konsekwencji, w II połowie 2021 r. ceny węgla oraz energii elektrycznej również wzrosły do rekordowo wysokiego poziomu.

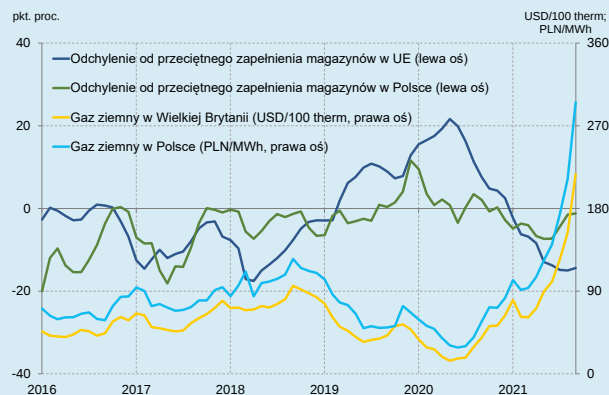
Wykres R.3.3 Sytuacja popytowo-podażowa na rynku ropy naftowej



Źródło: EIA, opracowanie NBP.

Uwaga: Implikowana zmiana zapasów na świecie to różnica pomiędzy światową produkcją i konsumpcją. Wartości na wykresie są w milionach baryłek na dzień (mln b/d).

Wykres R.3.4 Zapasy i ceny gazu ziemnego w UE i Polsce



Źródło: Bloomberg, AGSI+, opracowanie NBP.

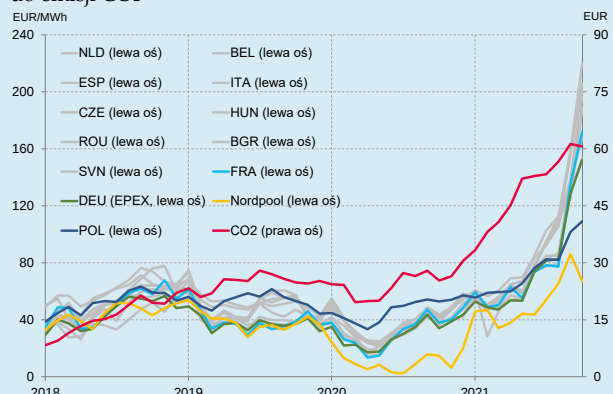
Uwaga: therm jest pozaukładową jednostką energii wykorzystywaną w Wielkiej Brytanii, której ekwiwalent energetyczny odpowiada spalaniu ok. 2,83m³ gazu naturalnego.

²⁷ Pomimo szybkiej odbudowy popytu na surowiec, kraje OPEC+ utrzymują ograniczenia w wydobyciu ropy naftowej, które obecnie odpowiadają za ok. 5% światowej produkcji surowca sprzed wybuchu pandemii.

²⁸ Dla października br. uwzględniono średni poziom cen z okresu 1-18 października br.

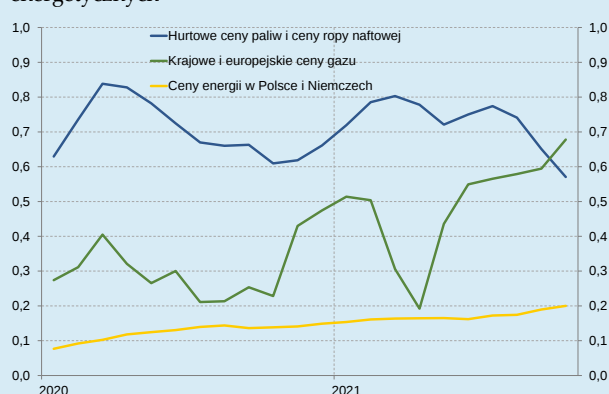
²⁹ Według danych IEA udział energetyki opartej na gazie w krajach OECD jest o ponad 80% wyższy niż w Polsce.

³⁰ Wynika to z polityki klimatycznej UE. W 2019 r. wprowadzono mechanizm rezerwy stabilności rynkowej, który jest wykorzystywany do ograniczania podaży uprawnień w ramach systemu EU ETS. Ponadto, w ramach czwartej fazy tego systemu od 2021 r. następuje szybsze ograniczanie podaży puli uprawnień do emisji CO₂. Na ceny uprawnień wpływ może mieć również ustanowienie celu redukcji gazów cieplarnianych o 55% do 2030 r. oraz przedstawienie programu „Gotowi na 55” (ang. *Fit for 55*), który przewiduje dalszy wzrost współczynnika redukcji uprawnień do emisji CO₂ do 4,2% z 2,2% w 2021 r.

Wykres R.3.5 Ceny energii elektrycznej w UE oraz uprawnień do emisji CO₂


Źródło: Refinitiv Eikon, opracowanie NBP.

Uwaga: kody krajów według standardu ISO3166-1 alfa-3. Indeks Nordpool przybliża cenę energii elektrycznej w krajach skandynawskich.

Wykres R.3.6 Korelacja światowych i krajowych cen surowców energetycznych


Źródło: Bloomberg, opracowanie NBP.

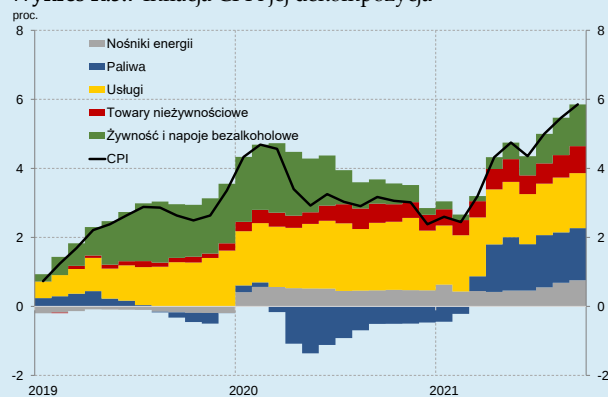
Uwaga: Zmienne w czasie korelacje zostały obliczone na danych o wysokiej częstotliwości i metod GARCH a następnie uśrednione do częstotliwości miesięcznej.

Wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych w istotny sposób przełożył się na wzrost inflacji CPI w Polsce w 2021 r. Hurtowe ceny paliw oraz ceny gazu w małej, otwartej gospodarce Polski są bowiem ściśle skorelowane z cenami światowymi³¹ (Wykres R.3.6). Od grudnia 2020 r. do września 2021 r. inflacja CPI wzrosła z 2,4% r/r do 5,9% r/r, tj. o 3,5 pkt proc. (Wykres R.3.7). W tym samym okresie wkład cen energii do rocznej dynamiki cen konsumenta zwiększył się o 2,3 pkt proc. Spośród komponentów subagregatu energii w analizowanym okresie najsilniej w kierunku wzrostu inflacji CPI oddziaływały drożące paliwa do prywatnych środków transportu (o 28,6% r/r we wrześniu br., co podwyższało roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych o 1,5 pkt proc., Wykres R.3.8). W 2021 r. wskutek decyzji Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki wzrosły również ceny energii elektrycznej oraz gazu. W szczególności, wskutek wprowadzenia opłaty mocy służącej utrzymywaniu dyspozycyjnych źródeł mocy, rachunki za energię elektryczną zwiększyły się dla przeciętnego gospodarstwa domowego o 9,5%, podwyższając wskaźnik CPI o 0,4 pkt proc. W ślad za rosnącymi cenami gazu ziemnego, regulator zdecydował również o wzroście taryf na sprzedaż gazu ziemnego jako towaru dla gospodarstw domowych w maju, sierpniu i październiku br., odpowiednio o 5,6% i 12,4% i 7,4%, co podwyższyło CPI łącznie o 0,2 pkt proc. Ze względu na kształtowanie się cen gazu ziemnego, energii elektrycznej, uprawnień do emisji CO₂ na rynkach giełdowych oraz wskutek opóźnień w procesach zatwierdzania taryf przez Prezesa URE, prawdopodobny jest dalszy wzrost cen energii dla gospodarstw domowych, zwłaszcza w 2022 r.

Statystyczna analiza wskaźnika inflacji CPI wskazuje zatem, że wzrost cen energii będący zewnętrznym szokiem dla gospodarki Polski w istotny sposób przyczynia się do wzrostu inflacji cen konsumenta. Należy zaznaczyć, że na jej podstawie określić można jedynie bezpośredni efekt wyższych cen energii na wskaźnik CPI. W kolejnych miesiącach należy oczekiwać dalszego wzrostu cen energii wynikającego zarówno z opóźnień w przekładaniu się cen hurtowych na rynku światowym na ceny detaliczne w Polsce, jak i zmian taryf zatwierdzanych przez Prezesa URE. Jednocześnie wzrost inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii), która służy ocenie średniookresowego i długookresowego trendu wzrostu ogólnego poziomu cen, wskazuje na ryzyko przekładania się podwyższonej dynamiki cen energii na pozostałe składowe koszyka konsumenta, w tym te, które są na ogół mniej wrażliwe na zmiany wynikające z oddziaływania szoków zewnętrznych.

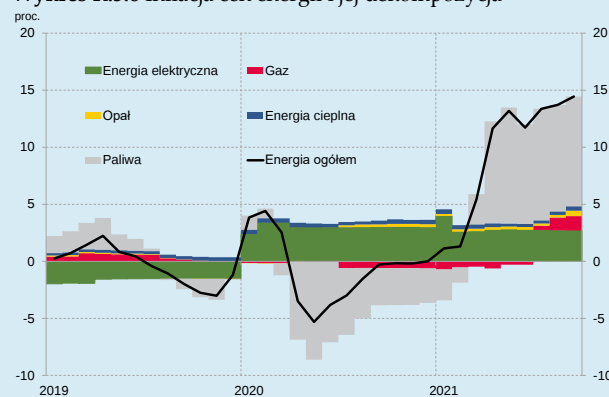
³¹ Wyjątek stanowią ceny węgla oraz energii elektrycznej w Polsce. Niska korelacja pomiędzy krajowymi i światowymi cenami węgla wynika z tego, że Polska jest istotnym producentem węgla, a jego ceny na rynku krajowym są ustalane przy wykorzystaniu kontraktów długoterminowych. Z kolei mała przepustowość linii przesyłowych energii elektrycznej pomiędzy Polską a innymi krajami determinuje na ogół niski poziom korelacji jej cen w Polsce i za granicą.

Wykres R.3.7 Inflacja CPI i jej dekompozycja



Źródło: GUS, opracowanie NBP.

Wykres R.3.8 Inflacja cen energii i jej dekompozycja



Źródło: GUS, opracowanie NBP.

2.2 Popyt i produkcja

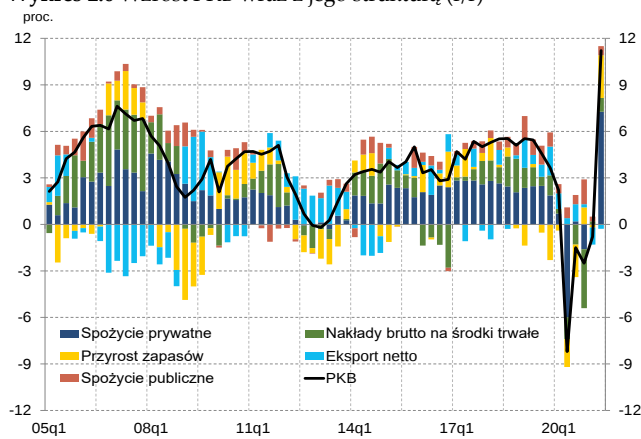
W II kw. 2021 r. roczna dynamika PKB w Polsce wyraźnie wzrosła (do 11,2% r/r wobec -0,8% r/r w I kw. br.; Wykres 2.6, Tabela 2.2), co częściowo wynikało z efektów bazy związanych z głębokim spadkiem aktywności gospodarczej w II kw. ub.r. (o 8,2% r/r). Największy wkład do dynamiki PKB miało spożycie prywatne i przyrost zapasów, przy ujemnym wkładzie eksportu netto. Wzrost PKB był wspierany przez poprawę sytuacji epidemicznej od końca kwietnia br. i stopniowe luzowanie restrykcji przeciwepidemicznych, a także większe dostosowanie podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w warunkach pandemii (Wykres 2.7). W efekcie PKB wyrównany sezonowo przekroczył poziom notowany przed pandemią (Wykres 2.8).

Dostępne dane miesięczne za III kw. wskazują na dalszą odbudowę aktywności gospodarczej w warunkach względnie niskiej liczby zakażeń Covid-19 w okresie letnim oraz łagodniejszych niż w II kw. restrykcji przeciwepidemicznych (Wykres 2.7).

2.2.1 Konsumpcja

W II kw. 2021 r., mimo trudnej sytuacji epidemicznej na początku kwartału, nastąpiła dalsza odbudowa konsumpcji. Spożycie gospodarstw domowych wzrosło o 13,1% r/r

Wykres 2.6 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



Źródło: dane GUS, NBP.

Tabela 2.2 Dynamika PKB (r/r; proc.) oraz wkłady do wzrostu (pkt proc.)

	2019				2020				2021	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
PKB	5,5	5,4	4,6	3,7	2,2	-8,2	-1,5	-2,5	-0,8	11,2
Spożycie prywatne	2,4	2,5	2,5	1,9	0,7	-6,0	0,2	-1,6	0,0	7,3
Spożycie publiczne	1,5	1,0	1,2	0,9	0,6	0,7	0,6	1,6	0,3	0,6
Nakłady brutto na środki trwałe	1,3	1,2	0,6	1,3	0,3	-1,4	-1,3	-3,8	0,2	0,9
Przyrost zapasów	-1,4	0,2	-0,5	-2,3	-0,4	-1,8	-2,1	1,1	-0,2	2,8
Eksport netto	1,8	0,6	0,8	1,9	1,0	0,4	1,1	0,2	-1,1	-0,3

Źródło: dane GUS, NBP.

(wobec 0,1% r/r w I kw. br.; Wykres 2.9), a jego poziom (po uwzględnieniu czynników sezonowych) był nieznacznie wyższy niż przed pandemią. Wzrost konsumpcji był wspierany przez dostosowanie konsumentów do funkcjonowania w zaostrzonym reżimie sanitarnym. Jednocześnie, wraz ze stopniowym łagodzeniem restrykcji, w kierunku wzrostu spożycia gospodarstw domowych oddziaływały także poprawiające się – w warunkach korzystnej sytuacji na rynku pracy – nastroje konsumentów sprzyjające realizacji odłożonego popytu. Popyt ten wsparł w szczególności sprzedaż odzieży i obuwniczą oraz usług związanych z zakwaterowaniem oraz rekreacją i kulturą.

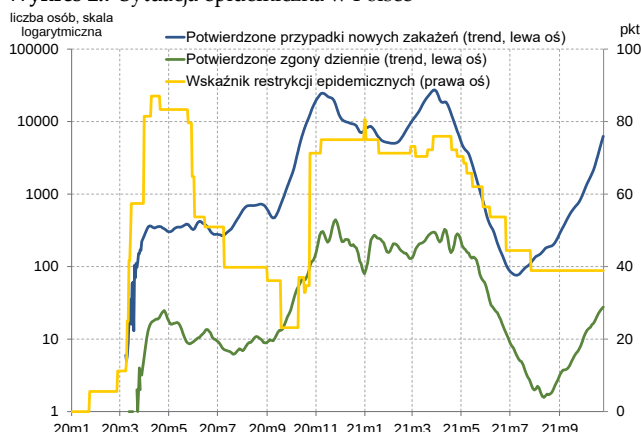
Dane miesięczne wskazują, że w III kw. br. nastąpiło dalsze ożywienie wydatków konsumpcyjnych, któremu towarzyszyła postępująca poprawa nastrojów konsumenckich³². Jednocześnie nastroje te utrzymują się na wyraźnie niższym poziomie niż przed pandemią (Wykres 2.10).

2.2.2 Inwestycje

W II kw. br. wzrost inwestycji przyspieszył do 5,6% r/r (wobec 1,7% r/r w I kw. br.; Wykres 2.11), co w znacznej mierze wynikało ze statystycznych efektów bazy (w II kw. 2020 r. inwestycje gwałtownie obniżyły się o 8,8% r/r w związku z restrykcjami przeciwepidemicznymi; Wykres 2.12). Szacunki NBP wskazują, że wzrost dynamiki nakładów inwestycyjnych względem poprzedniego kwartału wynikał przede wszystkim z szybciej rosnących inwestycji przedsiębiorstw oraz inwestycji mieszkaniowych. Z kolei dynamika inwestycji publicznych była nadal ujemna.

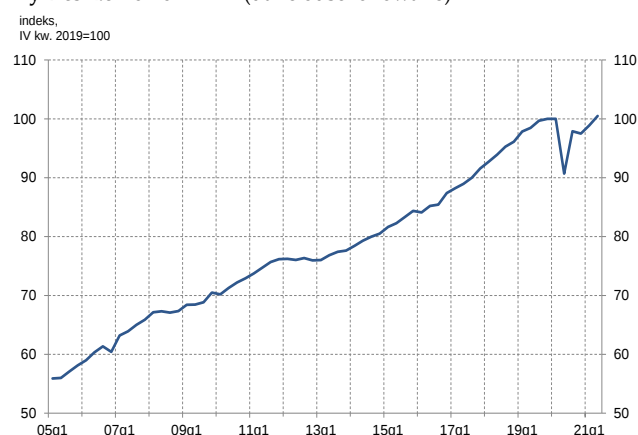
W II kw. br. – po raz pierwszy od wybuchu pandemii – inwestycje średnich i dużych przedsiębiorstw wzrosły w ujęciu rocznym. Wzrost nakładów inwestycyjnych notowany był

Wykres 2.7 Sytuacja epidemiczna w Polsce



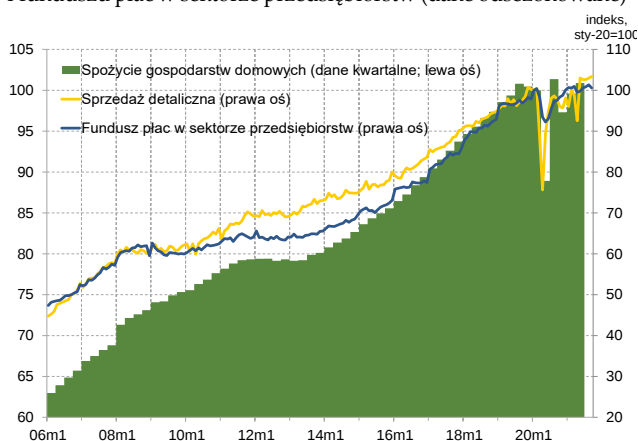
Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia i University of Oxford Coronavirus Government Response Tracker, obliczenia NBP.

Wykres 2.8 Poziom PKB (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 2.9 Poziom realnej konsumpcji, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dla indeksu spożycia gospodarstw domowych I kw. 2020 r. = 100.

³² Z kolei w październiku br. nastroje konsumenckie uległy pogorszeniu.

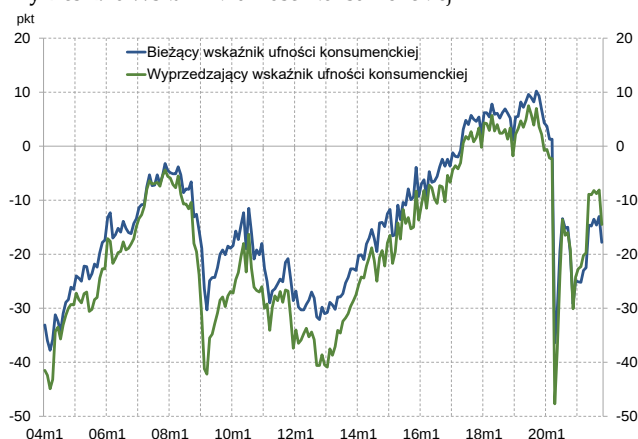
we wszystkich branżach, przy czym najsilniej rosły inwestycje w branżach handlowo-usługowych, w których aktywność była w II kw. ub.r. szczególnie silnie ograniczona przez restrykcje przeciwepidemiczne (Wykres 2.13). Aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw była wspierana przez rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych, które – zgodnie zarówno z danymi ankietowymi NBP, jak i danymi GUS – zbliżyło się do poziomu sprzed pandemii (Wykres 2.14), jak również przez bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*). Natomiast ograniczając na wzrost inwestycji mogła oddziaływać utrzymująca się niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii i jego wpływu na koniunkturę na świecie i w Polsce. Niepewność dotycząca perspektyw aktywności w gospodarkach będących istotnymi partnerami handlowymi mogła być przyczyną dalszego ograniczania nakładów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa z wysokim udziałem eksportu w przychodach.

Jednocześnie wyniki badań ankietowych NBP wskazują na korzystne perspektywy aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw: w III kw. br. wzrosło zainteresowanie firm nowymi inwestycjami i zwiększeniem nakładów inwestycyjnych³³.

Zgodnie z szacunkami NBP ujemna dynamika inwestycji publicznych w II kw. br. była związana w dużej mierze z obniżeniem się nakładów inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego.

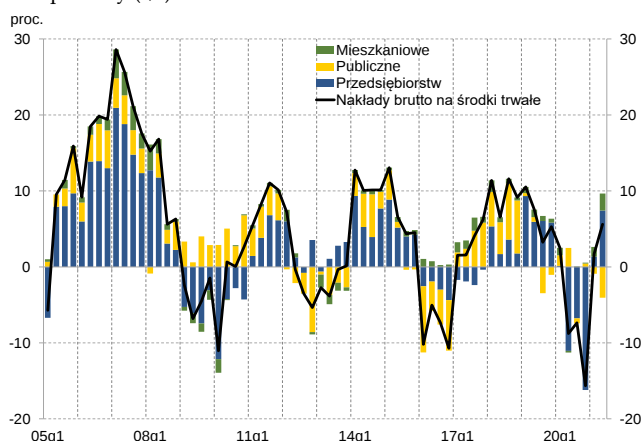
Szacunki NBP wskazują na dalszy wzrost w ujęciu rocznym inwestycji mieszkaniowych, wynikający z wysokiego popytu na mieszkania (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*).

Wykres 2.10 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

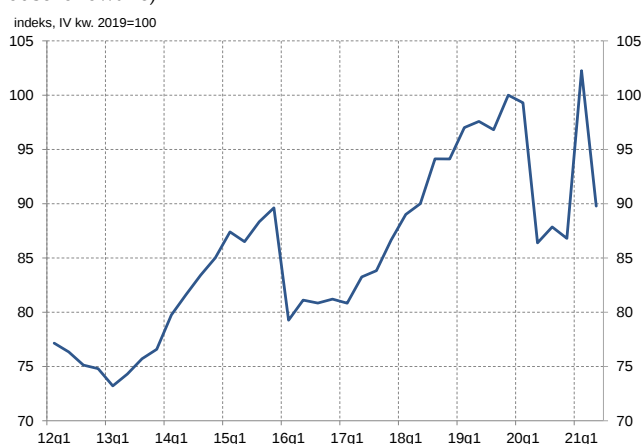
Wykres 2.11 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Szacunki NBP.

Wykres 2.12 Poziom nakładów brutto na środki trwałe (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane w cenach stałych przy roku odniesienia 2015.

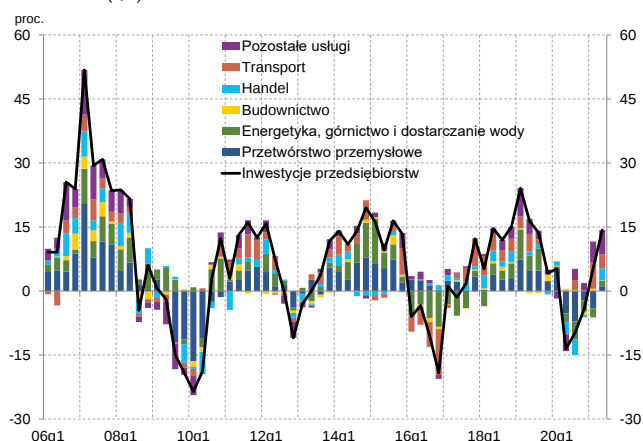
³³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2021 r.

2.2.3 Sektor finansów publicznych

Sytuacja finansowa sektora finansów publicznych w I połowie 2021 r. była korzystna. Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 poprawił się wyraźnie względem analogicznego okresu ub.r. (-0,2% PKB, wobec -4,5% PKB w tym samym okresie ub.r., Wykres 2.15). Poprawa ta była przede wszystkim rezultatem stopniowego wygaszania pomocy antykryzysowej, w szczególności ograniczenia wsparcia do branż najmocniej odczuwających skutki zaostrzania restrykcji sanitarnych, wprowadzonego przez rząd pod koniec ub.r. Tym samym, koszt działań antykryzysowych w I połowie 2021 r. obniżył się do 0,8% PKB, z 3,2% PKB w I połowie 2020 r. (szacunki NBP). Do ograniczenia skali deficytu tego sektora przyczynił się także znaczny wzrost dochodów podatkowych, wspierany przez trwające ożywienie gospodarcze, a także dochodów niepodatkowych.

W I połowie 2021 r. dochody podatkowe budżetu państwa wzrosły o 21,5% r/r (ujęcie kasowe). Wysokie tempo wzrostu odzwierciedlało częściowo efekt niskiej bazy związany z restrykcjami przeciwepidemicznymi obowiązującymi w II kw. 2020 r. Niemniej wpływy podatkowe w I połowie br. były relatywnie wysokie także jeżeli odnieść je do I półrocza 2019 r. (w takim ujęciu wzrost wyniósł 13,4%), czemu sprzyjało trwające ożywienie gospodarcze, w tym korzystna sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw*). W III kw. br. dochody podatkowe budżetu państwa w dalszym ciągu rosły w wysokim tempie (12,8% r/r), a wspomniany efekt bazy miał na nie ograniczony wpływ, bowiem w III kw. 2020 r. restrykcje były dużo łagodniejsze niż w pierwszych miesiącach pandemii. Bardzo dynamicznie rosły także dochody budżetu państwa z tytułu sprzedaży uprawnień do emisji CO₂. W pierwszych ośmiu miesiącach 2021 r. dochody budżetu państwa

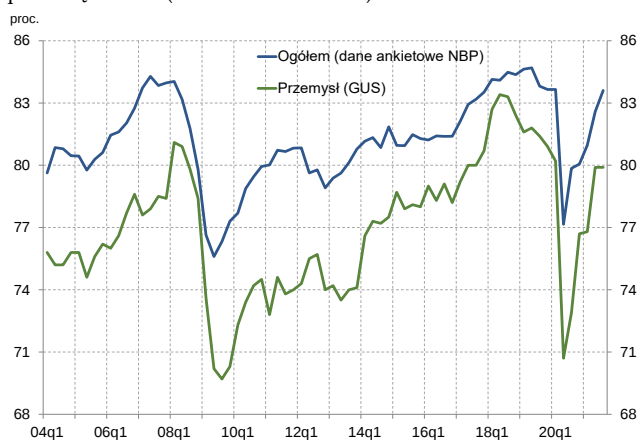
Wykres 2.13 Dynamika inwestycji średnich i dużych przedsiębiorstw niefinansowych w cenach bieżących w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

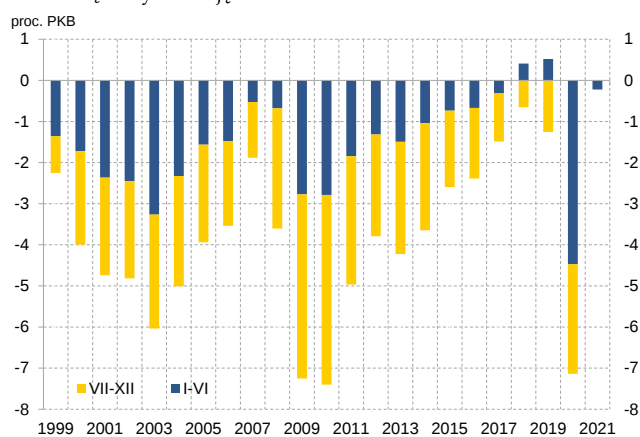
Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe, prowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Wykres 2.14 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane ankietowe NBP i GUS.

Wykres 2.15 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



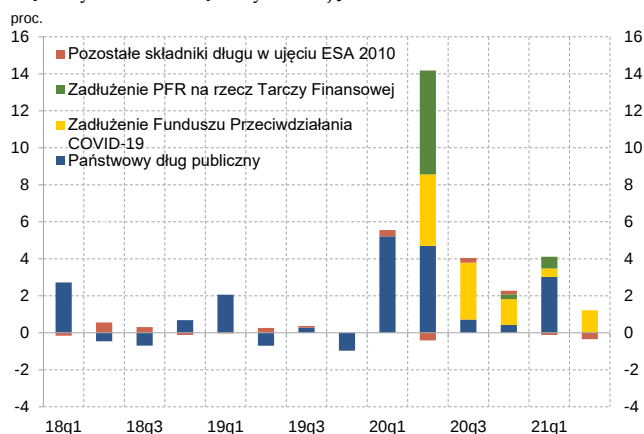
Źródło: dane Eurostat i GUS, obliczenia NBP.

w części budżetowej 51. Klimat, z których zdecydowaną większość stanowią dochody ze sprzedaży uprawnień do emisji CO₂, wyniosły 14,7 mld zł, wobec 4,8 mld zł w tym samym okresie ub.r.

Mimo niskiego deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych na koniec czerwca br. (5,7 mld zł), w I półroczu 2021 r. dług tego sektora przyrósł o 65,5 mld zł (ujęcie ESA2010, Wykres 2.16). Różnica pomiędzy tymi wartościami wynikała przede wszystkim z dużego wzrostu środków na rachunkach jednostek tego sektora (o 71,6 mld zł, dane z rachunków finansowych). Przyrost długu wynikał częściowo z emisji papierów dłużnych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (FPC) oraz przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR), z których finansowana jest większość działań antykrzysowych (łącznie 31,4 mld zł w I połowie br.). Z kolei czynnikiem ograniczającym potrzeby pożyczkowe, a tym samym przyrost zadłużenia, była wpłata z zysku NBP. W ujęciu ESA2010, większość z wpłaty zysku NBP do budżetu państwa, która wyniosła 8,9 mld zł, została zarejestrowana jako transakcja finansowa, bez wpływu na deficyt sektora. Mimo relatywnie dużego przyrostu długu w I połowie 2021 r., dynamiczne ożywienie gospodarcze powinno przełożyć się na spadek relacji długu publicznego (w ujęciu ESA) do PKB na koniec 2021 r. względem poziomu 57,4% PKB odnotowanego na koniec ub.r.

Projekt *Ustawy budżetowej na rok 2022* (z 30 września 2021 r.) przewiduje dalszą poprawę sytuacji finansów publicznych w przyszłym roku i obniżenie deficytu sektora (do 2,9% PKB w ujęciu ESA 2010 wobec rządowego szacunku deficytu w 2021 r. na poziomie 5,3% PKB zapisanego w jesiennej notyfikacji fiskalnej). Poprawa ma nastąpić pomimo negatywnego wpływu na deficyt sektora zmian planowanych w ramach tzw. Polskiego Ładu, w szczególności dotyczących klina podatkowego i opodatkowania

Wykres 2.16 Kwartalny przyrost długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010



Źródło: dane Ministerstwa Finansów, obliczenia NBP.

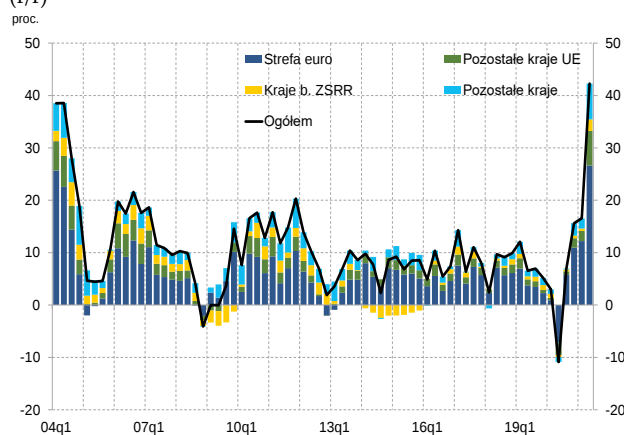
przedsiębiorców. Według szacunków Ministerstwa Finansów³⁴ zmiany te przełożą się na zmniejszenie dochodów budżetu państwa i samorządów w 2022 r. o 23,5 mld zł, przy jednoczesnym wzroście dochodów NFZ o 7,0 mld zł, co łącznie oznacza ubytek dochodów całego sektora w wysokości 16,5 mld zł, tj. 0,6% PKB. Łączny koszt wszystkich planowanych zmian podatkowych dla całego sektora publicznego ma być nieco mniejszy (11,4 mld zł, tj. 0,4% PKB), w szczególności za sprawą działań uszczelniających system podatkowy.

2.2.4 Handel zagraniczny³⁵

W II kw. 2021 r. trwało silne ożywienie wymiany handlowej Polski. Wyraźnie przyspieszył wzrost wartości zarówno eksportu (42,3% r/r wobec 16,6% r/r w I kw. b.r.), jak i importu (48,2% r/r wobec 14,3% r/r w I kw. b.r.), co wynikało głównie z efektu niskiej bazy związanego z głębokim spadkiem wymiany handlowej w II kw. ub.r.³⁶

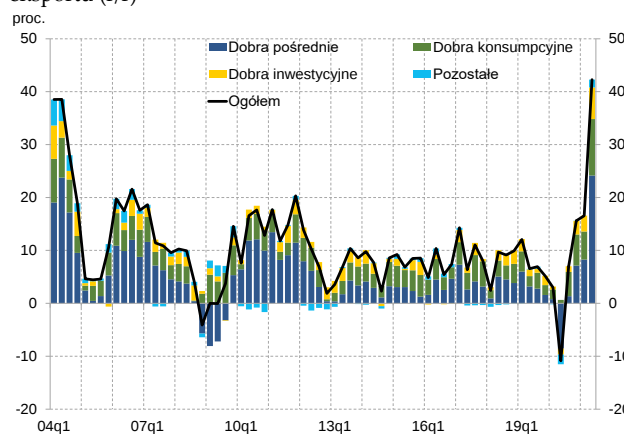
Dynamika eksportu do wszystkich grup krajów była w II kw. 2021 r. wyższa niż w I kw. br. (Wykres 2.17). Do przyspieszenia wzrostu eksportu w największym stopniu przyczyniła się wyższa dynamika sprzedaży zagranicznej do strefy euro. Ożywienie aktywności w przemyśle tej gospodarki przełożyło się na zwiększoną sprzedaż dóbr pośrednich i części do produkcji samochodów osobowych (Wykres 2.18). Jednocześnie wyraźny wzrost konsumpcji prywatnej pobudził eksport dóbr konsumpcyjnych, szczególnie wyraźnie w przypadku dóbr trwałego użytku (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Rosnąca sprzedaż zagraniczna towarów konsumpcyjnych oraz dóbr pośrednich stanowiła także główny

Wykres 2.17 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki eksportu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

³⁴ Projekt nowelizacji *Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw* z 8 września 2021 r.

³⁵ W niniejszym rozdziale analizowane są przede wszystkim dane GUS dotyczące nominalnej wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych.

³⁶ W okresie lipiec-sierpień br. wzrost eksportu wyniósł 18,9% r/r, a importu 28,5% r/r. Dynamika eksportu pozostała dodatnia w przypadku wszystkich grup krajów docelowych i niemal wszystkich głównych kategoriach towarów (z wyjątkiem kategorii „dobra pozostałych”).

czynnik wzrostu eksportu do gospodarek spoza strefy euro.

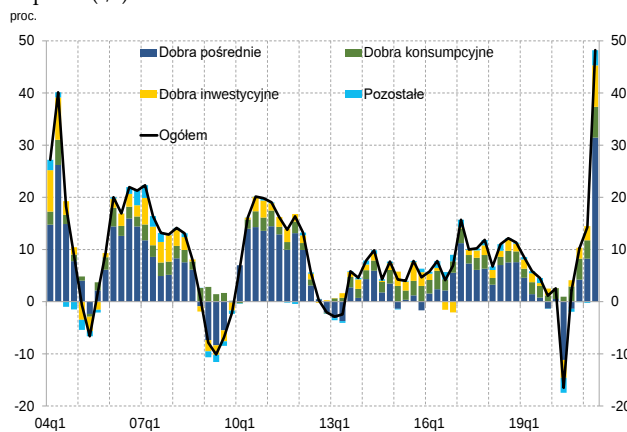
Wyraźne przyspieszenie wzrostu eksportu wraz z ożywieniem krajowej aktywności gospodarczej przyczyniły się także do silnego wzrostu dynamiki importu, w szczególności dóbr pośrednich (Wykres 2.19). W kierunku wzrostu wartości importu oddziaływały także rosnące – na skutek drożących surowców na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców) oraz zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw – ceny wielu dóbr importowanych. Na wysokim poziomie kształtowała się również dynamika importu dóbr konsumpcyjnych – w szczególności trwałych – czemu sprzyjała realizacja odłożonego popytu polskich gospodarstw domowych. Z kolei wzrost krajowych inwestycji wspierał import dóbr inwestycyjnych, w tym szczególnie przemysłowych środków transportu (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*).

Po aprecjacji w II kw. br., w III kw. br. nominalny i realny efektywny kurs złotego ponownie osłabiły się (Wykres 2.20). Z kolei odsetek eksporterów informujących o nieopłacalnym eksporcie – zgodnie z badaniami ankietowymi NBP – kształtował się w ostatnich kwartałach na niskim poziomie i był zbliżony do średniej z ostatnich kilku lat.

2.2.5 Produkcja

W II kw. 2021 r. po raz pierwszy od wybuchu pandemii aktywność gospodarcza wzrosła w ujęciu rocznym we wszystkich sektorach gospodarki, co częściowo wynikało ze statystycznego efektu bazy związanego z gwałtownym obniżeniem aktywności gospodarczej rok wcześniej w efekcie wprowadzonych restrykcji przeciwepidemicznych (Wykres 2.21). Skala i tempo poprawy koniunktury były jednak zróżnicowane pomiędzy sektorami. Szczególnie szybko wzrosła aktywność w sektorze przemysłowym. Wraz z poprawą sytuacji

Wykres 2.19 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

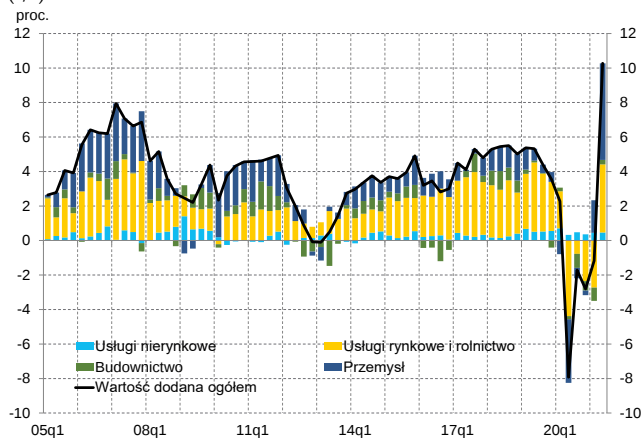
Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

Wykres 2.20 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

Wykres 2.21 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



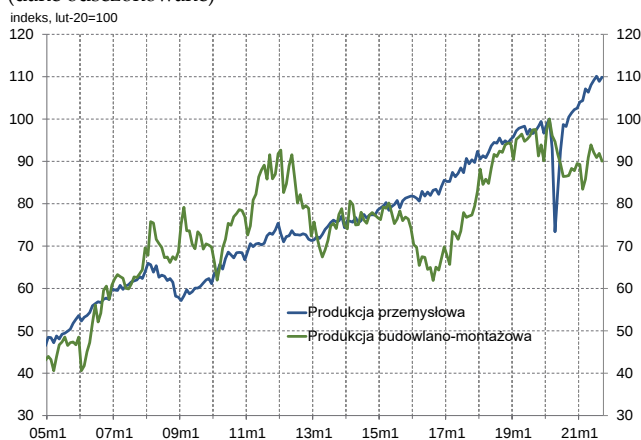
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

epidemicznej i stopniowym luzowaniem obostrzeń od połowy kwietnia br. następowało także dalsze ożywienie aktywności w usługach. Nieznacznie wzrosła także produkcja w branży budowlano-montażowej, choć jej poziom pozostał niższy niż przed pandemią (Wykres 2.22). Dostępne dane dotyczące III kw. br. wskazują na dalszą poprawę krajowej koniunktury.

W II kw. 2021 r. produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 30,2% r/r (wobec 7,8% r/r w I kw. br.), co częściowo wynikało ze statystycznego efektu bazy. Dane miesięczne wskazują jednak, że relatywnie wysoki wzrost produkcji przemysłowej utrzymał się także w III kw. br. charakteryzującym się znacznie mniejszym wpływem ubiegłorocznych zaburzeń³⁷. W efekcie produkcja przemysłowa kształtuje się wyraźnie powyżej poziomu sprzed pandemii (Wykres 2.22). Do czynników wspierających wzrost produkcji należały: poprawa koniunktury krajowej, rosnący popyt zagraniczny oraz ożywienie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje* i rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Jednocześnie w niektórych sektorach – w szczególności w sektorze motoryzacyjnym – w okresie lipiec-wrzesień br. odnotowano spadki produkcji w ujęciu rocznym wynikające w dużej mierze z ograniczeń po stronie podaży (por. Ramka *Zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i ich konsekwencje dla gospodarki światowej*).

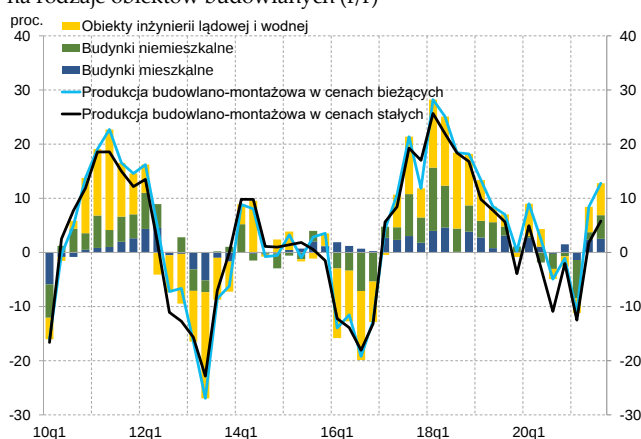
Dynamika produkcji budowlano-montażowej w II kw. 2021 r. wzrosła do 1,8% r/r (wobec -12,5% r/r w I kw. br.; Wykres 2.23). Ożywienie aktywności dotyczyło budowy wszystkich rodzajów obiektów i było wspierane przez wzrost nakładów inwestycyjnych firm oraz utrzymujący się silny popyt na mieszkania (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*). Ograniczająco na aktywność w budownictwie mogła natomiast oddziaływać wciąż ujemna dynamika inwestycji publicznych

Wykres 2.22 Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa (dane odsezonowane)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 2.23 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dekompozycja na rodzaje obiektów budowlanych dotyczy dynamiki produkcji budowlano-montażowej w cenach bieżących.

³⁷ W lipcu, sierpniu i wrześniu br. dynamiki produkcji przemysłowej wyniosły odpowiednio 9,5%, 13,0% i 8,8% r/r (dane nieodsezonowane GUS).

(por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*). Dane o produkcji budowlano-montażowej w okresie lipiec-wrzesień wskazują na dalszy wzrost aktywności w sektorze budowlanym w III kw. br.

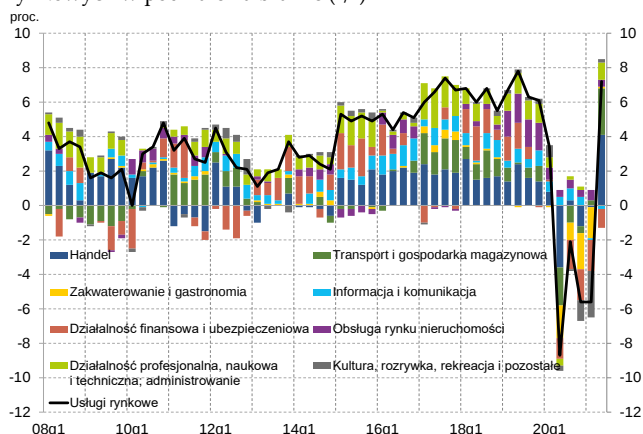
Stopniowe łagodzenie restrykcji przeciwepidemicznych od połowy kwietnia 2021 r. oddziaływało korzystnie na odbudowę aktywności gospodarczej w usługach rynkowych. Wartość dodana brutto w tym sektorze w II kw. br. wzrosła w ujęciu rocznym o 7,2% r/r (wobec -5,6% r/r w I kw. br., Wykres 2.24)³⁸. Dynamiczny wzrost odnotowano w szczególności w branżach najbardziej dotkniętych restrykcjami, tj. w transporcie, zakwaterowaniu i gastronomii oraz w handlu.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W II kw. 2021 r. sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw była bardzo korzystna, a zagregowany zysk brutto sektora silnie wzrósł w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku (Wykres 2.25)³⁹. Dzięki wysokiej dynamice eksportu i dalszej odbudowie popytu krajowego (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*) wyraźnie wzrósł wynik ze sprzedaży⁴⁰. Wyższy niż przed rokiem był także zysk na operacjach finansowych⁴¹ oraz wynik z pozostałej działalności operacyjnej.

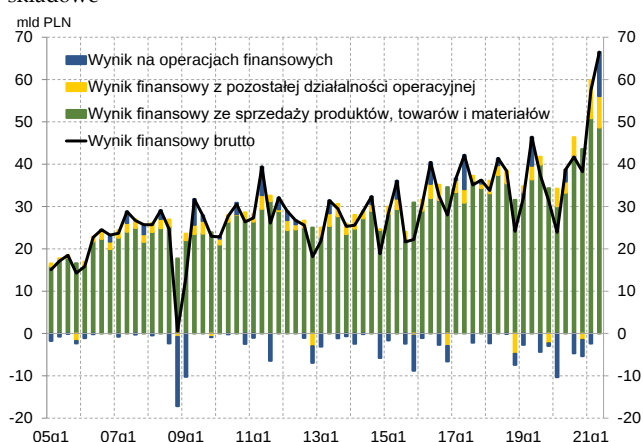
Wzrost zysku ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów wynikał przede wszystkim z silnego odbicia przychodów z tego tytułu (o 29,6% r/r; Wykres 2.26), co jednak wynikało w znacznej mierze z efektu niskiej bazy związanej z wyraźnym spadkiem tych przychodów po wybuchu pandemii Covid-19. W konsekwencji

Wykres 2.24 Wzrost wartości dodanej brutto w usługach rynkowych w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.25 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

³⁸ Oprócz łagodzenia restrykcji w kierunku dodatniej dynamiki oddziaływał także statystyczny efekt bazy (spadek wartości dodanej brutto w usługach wyniósł w II kw. 2020 r. 8,7% r/r).

³⁹ W II kw. 2021 r. wynik finansowy brutto wyniósł 66,5 mld zł wobec 38,7 mld zł w II kw. 2020 r.

⁴⁰ W II kw. 2021 r. wynik ze sprzedaży wyniósł 48,7 mld zł wobec 33,3 mld zł w II kw. 2020 r.

⁴¹ Najważniejszym czynnikiem odpowiadającym za wynik na operacjach finansowych, wynoszący w II kw. br. 10,4 mld zł, była wypłata dywidend za ub.r., który pomimo pandemii zakończył się wysokimi zyskami.

najbardziej znaczące odbicie tej kategorii przychodów odnotowały przedsiębiorstwa najsilniej dotknięte restrykcjami pandemicznymi, tj. działające w obszarze kultury i rozrywki, zakwaterowania czy gastronomii.

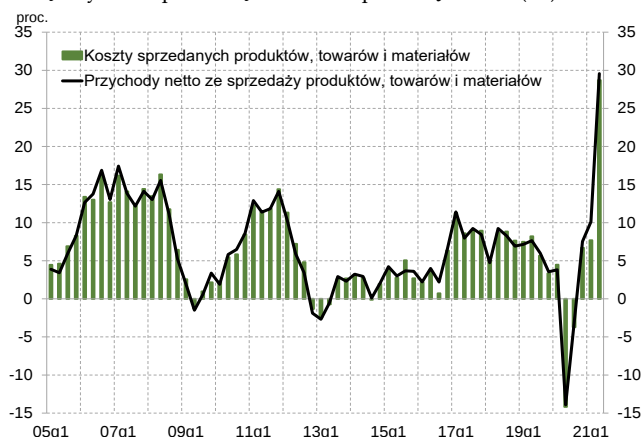
Odbiciu przychodów ze sprzedaży produktów towarzyszył wyraźny wzrost dynamiki kosztów sprzedanych produktów (do 28,7% r/r). Do jej wzrostu przyczyniły się przede wszystkim szybko rosnące ceny surowców i towarów (wzrost o odpowiednio 51,4% i 28,9% r/r; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Towarzyszył temu również wzrost kosztów pracy (wynoszący 14,0% r/r), który był jednak wyraźnie niższy niż dla pozostałych głównych kategorii kosztów.

W efekcie, pomimo wyraźnie drożących surowców i towarów, przedsiębiorstwom udało się utrzymać wysoką rentowność sprzedaży. Na bardzo korzystną sytuację finansową przedsiębiorstw wskazują także odczyty innych wskaźników rentowności oraz wysoki odsetek rentownych firm (Tabela 2.3). Kondycja finansowa przedsiębiorstw jest jednak zróżnicowana między branżami i w niektórych z nich pozostaje słaba. W szczególności rentowność obrotu firm oferujących zakwaterowanie i usługi gastronomiczne jest nadal ujemna.

Płynność sektora przedsiębiorstw w II kw. 2021 r. również pozostawała nadal na bardzo wysokim poziomie. Pomimo wyhamowania transferów z rządowych programów wsparcia, wskaźnik płynności I stopnia (gotówkowej) wzrósł zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym.

Dane ankietowe NBP wskazują, że według przedsiębiorców ich sytuacja w III kw. br. uległa dalszej poprawie. Jednocześnie wyniki ankiety sugerowały narastanie problemów części firm związanych z zaburzeniami globalnych łańcuchów produkcji. W dalszej perspektywie przedsiębiorstwa oczekiwały ponadto

Wykres 2.26 Dynamika przychodów netto ze sprzedaży i kosztów związanych ze sprzedażą w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

	średnia 2010-2018	2019				2020				2021	
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	4,5	4,6	5,0	4,1	3,9	4,9	5,5	4,9	6,0	5,5
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	3,4	4,8	3,8	2,9	2,4	4,5	4,4	3,3	5,4	6,2
Odsetek firm rentownych	73,1	76,1	75,9	76,0	75,9	74,2	73,4	76,0	74,5	76,0	77,9
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	33,9	37,0	36,3	36,5	36,8	37,5	39,1	41,5	42,0	42,2	45,7
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	36,3	34,7	34,6	35,4	38,1	38,9	42,6	42,9	43,9	43,0	44,1
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	1,0	1,4	1,1	0,9	0,7	1,1	1,2	1,0	1,5	1,8
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	15,2	15,3	15,6	15,5	15,9	15,9	15,2	15,1	14,7	14,3

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Udział firm rentownych oraz firm o rentowności powyżej 5% – dane odsezonowane. Średnia udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek obejmuje jedynie lata 2015-2018.

wyhamowania tempa wzrostu popytu na ich produkty.

2.4 Rynek pracy

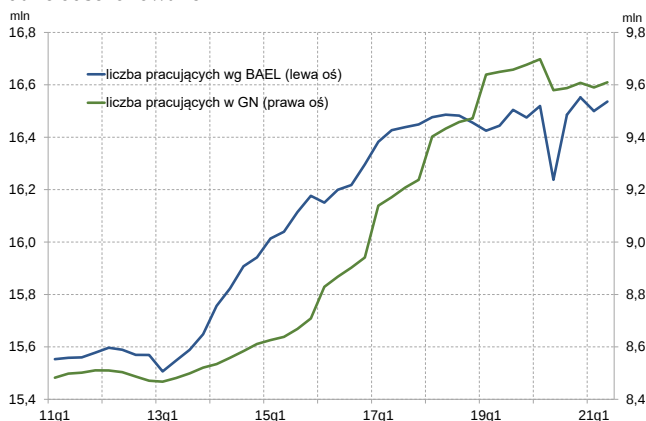
Wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym w II i III kw. br. trwała odbudowa popytu na pracę w gospodarce. Mimo nieznacznego osłabienia wzrostu zatrudnienia w III kw. sytuacja na rynku pracy pozostała korzystna.

Mimo że w kwietniu i – częściowo – w maju obowiązywały jeszcze obostrzenia w działalności niektórych branż, liczba pracujących wg BAEL wzrosła w II kw. o 164,0 tys. w ujęciu kwartalnym, a wskaźnik zatrudnienia osiągnął 55,6% (przy 55,0% w I kw. br.). Szczególnie silny wzrost liczby pracujących obserwowany był w tym czasie w sektorze usługowym. Na wzrost popytu na pracę wskazują także dane o zatrudnieniu w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP) (Wykres 2.27, Wykres 2.28). Miesięczne dane sprawozdawcze z SP sugerują pewne spowolnienie wzrostu zatrudnienia w III kw. br., jednak badania ankietowe NBP sygnalizują dalszy wzrost popytu na pracę.

Wzrostowi zatrudnienia towarzyszył spadek liczby bezrobotnych, który wyniósł w II kw. wg BAEL 81 tys. W efekcie stopa bezrobocia (odsezonowana) obniżyła się o 0,2 pkt proc. (do 3,6%) w porównaniu z I kw. br. (Wykres 2.29). Dane z urzędów pracy wskazują natomiast na stabilizację odsezonowanej stopy bezrobocia w II kw. Sugerują one ponadto, że zatrudnienie podejmowały przede wszystkim osoby, które stosunkowo krótko poszukiwały pracy. Wzrosła natomiast liczba osób długotrwale bezrobotnych, które stanowią obecnie nieco ponad połowę wszystkich zarejestrowanych bezrobotnych. Z danych miesięcznych wynika, że w III kw. odsezonowana stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się (do 5,8% we wrześniu).

Korzystna sytuacja na rynku pracy znalazła odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście przeciętnego wynagrodzenia nominalnego w GN.

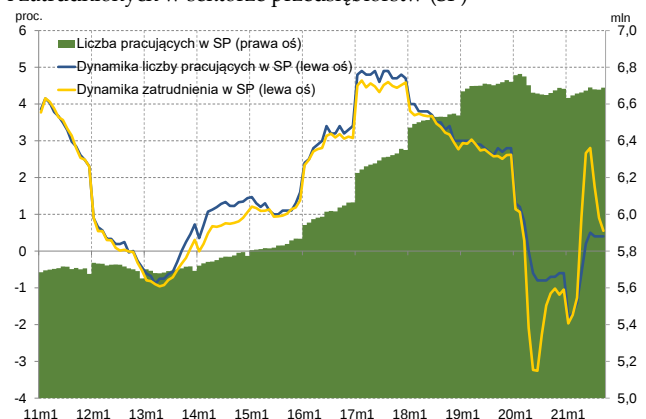
Wykres 2.27 Liczba pracujących wg BAEL i wg danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN), dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Liczba pracujących w GN w przeciwieństwie do danych BAEL dotyczy podmiotów o liczbie pracujących powyżej 9 osób oraz nie uwzględnia m.in.: (1) rolnictwa indywidualnego, (2) zatrudnienia w szarej strefie, (3) zatrudnienia w oparciu o umowy cywilnoprawne. Dane BAEL za I i II kw. 2021 r. nie są porównywalne z danymi z poprzednich okresów, z powodu zmian metodyki badania.

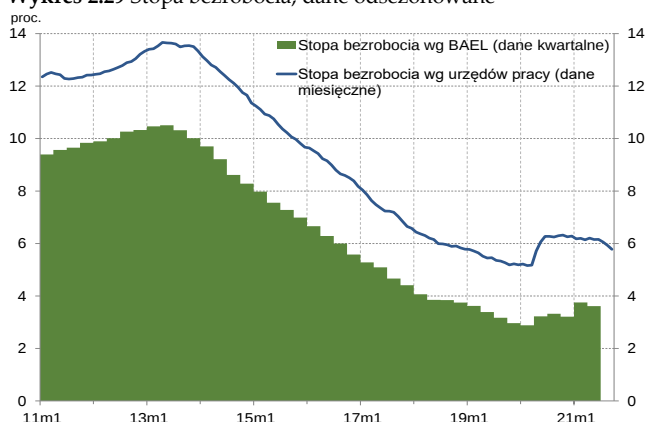
Wykres 2.28 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Liczba pracujących w SP, w przeciwieństwie do statystyk zatrudnienia, nie jest wyrażana w przeliczeniu na pełne etaty oraz obejmuje pracowników przebywających na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych lub macierzyńskich.

Wykres 2.29 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych, a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego. Dane BAEL za I i II kw. 2021 r. nie są porównywalne z danymi z poprzednich okresów, z powodu zmian metodyki badania.

W II kw. br. wzrosło ono o 9,6% r/r (wobec 6,6% r/r w poprzednim kwartale), co jednak częściowo wynikało z efektów niskiej bazy (Wykres 2.30). Najwyższą dynamikę płac odnotowano w ochronie zdrowia, zakwaterowaniu i gastronomii oraz przetwórstwie przemysłowym⁴². Dane z SP wskazują, że wyraźny wzrost wynagrodzeń utrzymał się także w III kw. br.

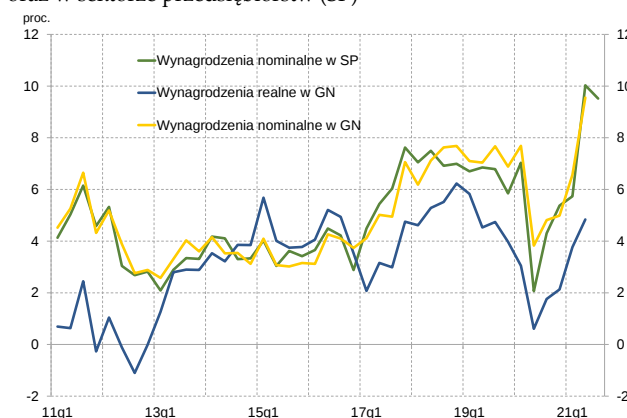
Dzięki towarzyszącemu przyspieszeniu tempa wzrostu płac wzrostowi wydajności pracy roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w GN w II kw. obniżyła się wyraźnie (do 0,5% r/r wobec 7,4% r/r w I kw.). Natomiast dynamika jednostkowych kosztów pracy w sektorze przemysłowym pozostała – zarówno w II kw., jak i III kw. – ujemna.

Presję płacową łagodzi także wciąż wyższa niż przed pandemią liczba bezrobotnych oraz rosnąca liczba migrantów na krajowym rynku pracy. Po odpływie cudzoziemców z krajowego rynku pracy w początkowej fazie pandemii, liczba imigrantów na krajowym rynku pracy wzrosła, przewyższając – wg szacunków NBP – poziom sprzed marca 2020 r.⁴³ W szczególności wyraźnie rośnie liczba zagranicznych pracowników ubezpieczonych w ZUS⁴⁴.

2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

Dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie, w październiku br. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną o 0,4 pkt proc. do poziomu 0,50%

Wykres 2.30 Dynamika (r/r) przeciętnych wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w SP dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 i więcej. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD.

⁴² Podwyższona dynamika płac w ochronie zdrowia wynikała ze zwiększonego nakładu pracy w warunkach większego obciążenia służby zdrowia niż w II kw. 2020 r. oraz wypłaty specjalnych dodatków związanych z walką z pandemią. W przypadku zakwaterowania i gastronomii było to związane ze wzrostem zapotrzebowania na pracowników wobec zniesienia większości restrykcji przeciwepidemicznych, a w przetwórstwie przemysłowym – z relatywnie silniejszą odbudową aktywności względem innych branż.

⁴³ Dane z lądowych przejść granicznych Polski z Ukrainą wskazują, że liczba cudzoziemców przebywających na terenie Polski w sierpniu br. była o blisko 102 tys. wyższa niż przed rokiem. Ponadto w I półroczu br. odnotowano rekordową liczbę oświadczeń o powierzeniu wykonywania pracy cudzoziemcowi (998 tys., wobec średnio 790 tys. w poprzednich okresach).

⁴⁴ Na koniec sierpnia br. liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS, po wyeliminowaniu czynników sezonowych, była o 135 tys. (tj. o 19,7%) wyższa względem poziomu z lutego ub.r., tj. sprzed pandemii, przy czym na wzrost ten wpłynął również sukcesywnie rosnący odsetek pracujących w Polsce obcokrajowców odprowadzających składki do polskiego systemu ubezpieczeń społecznych.

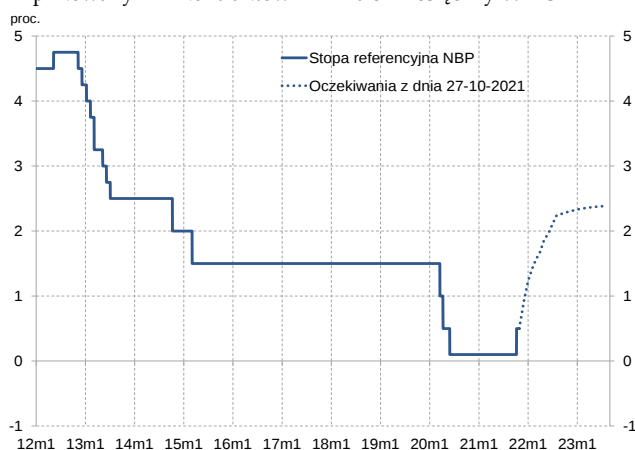
(Wykres 2.31). Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 1,00%, stopa depozytowa 0,00%, stopa redyskontowa weksli 0,51%, stopa dyskontowa weksli 0,52%^{45,46}. Rada podjęła także decyzję o podwyższeniu podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 0,5% do 2,0%. Uczestnicy rynków finansowych oczekują wzrostu stóp procentowych NBP również w kolejnych kwartałach.

2.5.1 Rynki finansowe

Rentowności obligacji skarbowych w Polsce – podobnie jak w wielu gospodarkach na świecie – w ostatnich miesiącach wyraźnie wzrosły (Wykres 2.32; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Wzrostowi rentowności obligacji sprzyjały: trwające ożywienie gospodarcze, wzrost bieżącej inflacji i jej prognozowanych poziomów oraz podwyższenie stóp procentowych NBP i oczekiwania uczestników rynku dotyczące wzrostu stóp procentowych w następnych latach (Wykres 2.31; por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług* i rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Pomimo wzrostu, rentowność 10-letnich obligacji skarbowych pod koniec października br. pozostawała niższa od wieloletniej średniej.

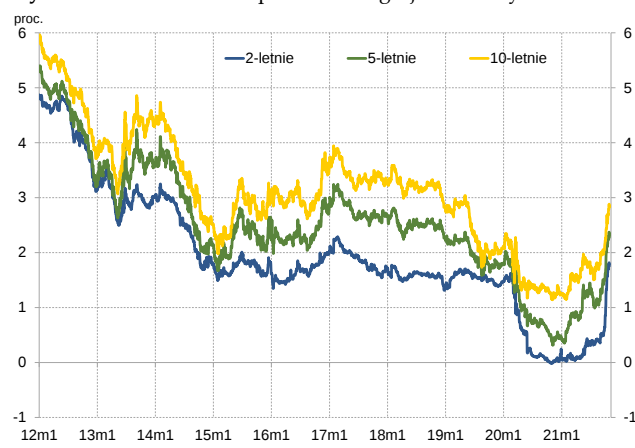
W ostatnim okresie złoty, podobnie jak wiele innych walut na świecie, osłabił się wobec dolara amerykańskiego, a także – choć w mniejszym stopniu – względem euro (Wykres 2.33)⁴⁷. Na osłabienie kursu złotego wpłynęły czynniki globalne, w tym oczekiwane ograniczenie akomodacji monetarnej przez Fed, które znalazły odzwierciedlenie w aprecjacji dolara do wielu walut w ostatnich miesiącach (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). W kierunku deprecjacji kursu złotego oddziaływał również spadek salda na rachunku obrotów bieżących

Wykres 2.31 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



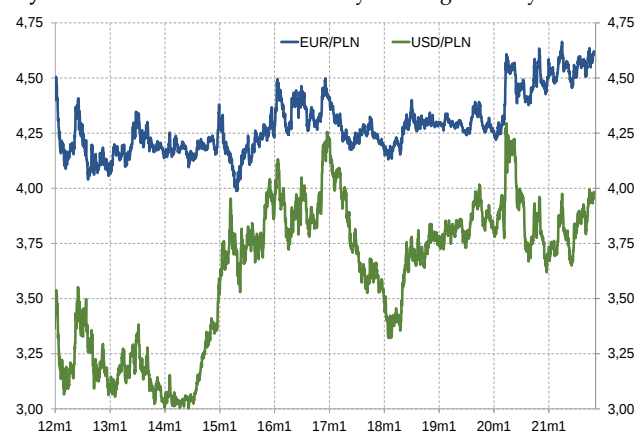
Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.32 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.33 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

⁴⁵ Więcej informacji na ten temat w rozdz. 3 *Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2021 r.*

⁴⁶ Z kolei 3 listopada br. Rada ustaliła następujący poziom stóp procentowych NBP: stopa referencyjna 1,25%, stopa lombardowa 1,75%, stopa depozytowa 0,75%, stopa redyskontowa weksli 1,30%, stopa dyskontowa weksli 1,35%.

⁴⁷ Z kolei łącznie od wybuchu pandemii COVID-19 złoty osłabił się do dolara o 1,5%, a wobec euro osłabił się o 6,8% (zmiana kursu względem końca lutego 2020 r.).

w ostatnich miesiącach do ujemnego poziomu, co było związane m.in. ze wzrostem światowych cen surowców i paliw importowanych do Polski (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

W warunkach trwającego ożywienia gospodarczego w Polsce i bardzo dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw niefinansowych oraz poprawy perspektyw wyników sektora bankowego, ceny akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wyraźnie wzrosły w ostatnim okresie (Wykres 2.34). W rezultacie indeks WIG osiągnął w październiku br. najwyższy poziom w historii.

2.5.2 Rynek nieruchomości⁴⁸

W II kw. 2021 r. utrzymała się wysoka aktywność na rynku mieszkaniowym. Odzwierciedlała to rosnąca liczba sprzedanych mieszkań i dalszy wzrost ich cen transakcyjnych w ujęciu rocznym, zarówno na rynku pierwotnym jak i wtórnym.

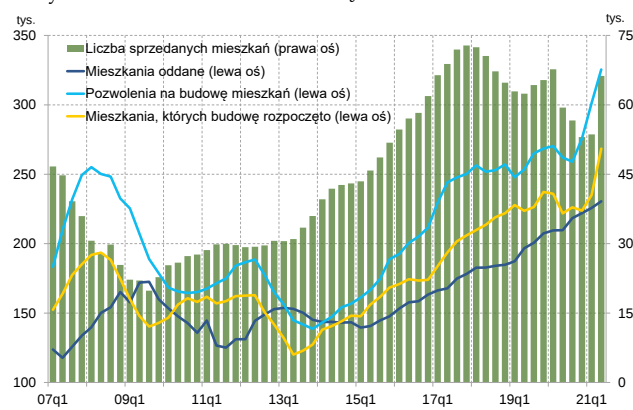
W II kw. br. skumulowana liczba transakcji z czterech kwartałów na najważniejszych rynkach utrzymała się na wysokim poziomie⁴⁹ i była zbliżona do poziomu obserwowanego na początku 2020 r. (Wykres 2.35). Wysokiemu popytowi na mieszkania – generowanemu zarówno przez popyt konsumpcyjny, jak i inwestycyjny – towarzyszyła rosnąca liczba oddawanych do użytkowania mieszkań. Znacznie wzrosła także liczba rozpoczętych budów oraz zwiększyła się liczba wydanych pozwoleń na budowę mieszkań. Wobec utrzymujących się relatywnie wysokich stóp zwrotu z projektów mieszkaniowych deweloperzy rozpoczynali nowe inwestycje, jednak ich liczba – zwłaszcza na obszarze największych miast – była ograniczana przez problemy z dostępnością siły roboczej, materiałów oraz terenów budowlanych. Czynniki

Wykres 2.34 Indeks cen akcji WIG



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.35 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce oraz liczba sprzedanych nowych mieszkań na największych rynkach, sumy dla czterech kwartałów krocząco



Źródło: dane GUS, JLL/REAS, obliczenia NBP.

Dane o sprzedaży mieszkań obejmują 6 największych rynków w Polsce (Warszawę, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań i Łódź).

⁴⁸ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2021 r.*, NBP, wrzesień 2021 r.

⁴⁹ Dane o sprzedaży mieszkań obejmują 6 największych rynków w Polsce (Warszawę, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań i Łódź).

te przekładały się także na dalszy wzrost kosztów budowy mieszkań.

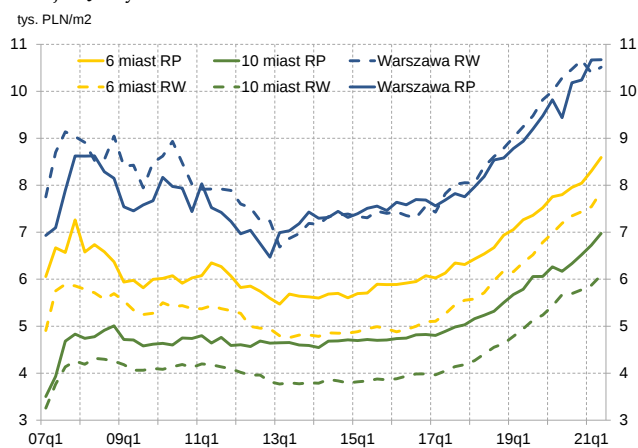
Wysoki popyt oraz rosnące koszty budowy oddziaływały w kierunku wzrostu cen mieszkań (Wykres 2.36). Według danych NBP w II kw. 2021 r.⁵⁰ wzrost średnich cen transakcyjnych mieszkań na rynku pierwotnym przyspieszył do 11,8% r/r (wobec 7,6% r/r w I kw. 2021 r.)⁵¹. Natomiast ceny na rynku wtórnym rosły w relatywnie stabilnym tempie (6,4% r/r wobec 6,7% r/r w I kw. 2021 r.).

Zmiana charakteru pracy biurowej, wywołana restrykcjami przeciwepidemicznymi, doprowadziła do spadku popytu na powierzchnię biurową. Wraz z relatywnie wysoką podażą nowych powierzchni, wynikającą z realizacji rozpoczętych przed pandemią budów, spowodowało to dalszy wzrost stopy pustostanów w dużych miastach (do 12,9% w II kw. br. z 12,1% w I kw. 2021 r.). Przy czym relatywnie wyższa stopa pustostanów dotyczyła głównie starszych budynków o niższym standardzie.

W segmencie nieruchomości handlowo-usługowych w II kw. 2021 r. – podobnie jak w poprzednich okresach – odnotowano jedynie niewielki przyrost nowych powierzchni, głównie w mniejszych ośrodkach miejskich. Od kilku lat najemcy lokali w obiektach handlowych przestawiają się na handel elektroniczny, co osłabia popyt na najem powierzchni handlowych.

W warunkach rozwoju handlu elektronicznego – któremu sprzyja pandemia – sektor nowoczesnej powierzchni magazynowej nadal pozostaje w fazie dynamicznego rozwoju, notując zarówno wzrost nowej podaży (przy znacznej wielkości

Wykres 2.36 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie ogółem. Agregat sześciu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, zaś dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

⁵⁰ Omawiane dane dotyczące cen obejmują transakcje zawarte w okresie marzec 2021 r. – maj 2021 r., a więc II kw. 2021 r. opisywany w rozdziale nie pokrywa się w pełni z kwartałem roku kalendarzowego.

⁵¹ Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m²) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu kwartalnym opisywana dynamika cen wyniosła w II kw. 2021 r. 2,4% na rynku pierwotnym (wobec 3,5% w I kw. 2021 r.), a na rynku wtórnym wyniosła 3,1% (wobec 0,2% w I kw. 2021 r.).

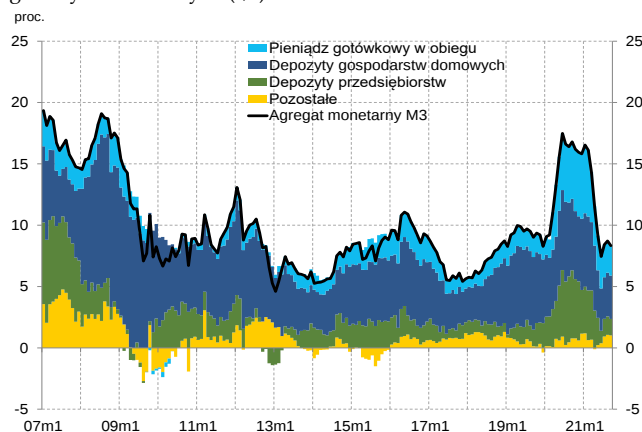
powierzchni w budowie) jak i popytu. Oprócz firm handlowych popyt w tym segmencie generują głównie firmy logistyczne.

2.6 Pieniądz i kredyt⁵²

Dynamika roczna agregatu M3 – która po wybuchu pandemii wyraźnie wzrosła – obniżyła się w ostatnim czasie i ukształtowała się na poziomie zbliżonym do notowanego przed pandemią (9,3% w II kw. br. i 8,5% w III kw. br. wobec 15,9% w okresie kwiecień 2020 r. – marzec 2021 r.; Wykres 2.37). Spowolnienie tempa wzrostu dotyczyło wszystkich głównych składowych agregatu M3 i wynikało z normalizacji dynamiki gotówki w obiegu i depozytów po ich nadzwyczajnym przyroście w poprzednich kwartałach. Do obniżenia dynamiki depozytów – mimo korzystnej koniunktury wspierającej wzrost dochodów gospodarstw domowych i firm – mogło się także przyczynić stopniowe wydatkowanie wcześniej zgromadzonych środków (w tym z tytułu subwencji pomocowych).

W warunkach postępującego ożywienia gospodarczego – po dwóch kwartałach ujemnej dynamiki – w II i III kw. 2021 r. kredyty i należności ponownie miały pozytywny wkład w kreację pieniądza M3 (Wykres 2.38). Jednocześnie utrzymał się szybki wzrost aktywów zagranicznych netto i ich wysoki wkład do dynamiki M3⁵³. Zmniejszył się natomiast wkład przyrostu zadłużenia pozostałych instytucji finansowych z tytułu dłużnych papierów wartościowych ze względu na istotny wzrost bazy dla tej kategorii mający miejsce przed rokiem, a także mniejszą wartość nowych emisji długu wobec zmniejszenia wsparcia wypłacanego przedsiębiorstwom przez PFR. Z kolei do ograniczenia tempa kreacji pieniądza przyczyniła

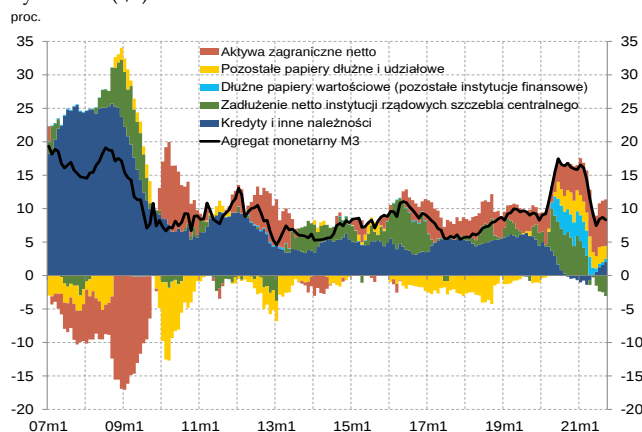
Wykres 2.37 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje depozyty niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji samorządowych, a także operacje z przyzyczeniem odkupu pomiędzy bankami a sektorem niebankowym oraz emitowane przez banki dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie).

Wykres 2.38 Główne czynniki kreacji pieniądza M3 - dynamika (r/r)



Źródło: dane NBP.

Do *Pozostałych instytucji finansowych* zalicza się m.in. Polski Fundusz Rozwoju, fundusze emerytalno-rentowe, instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne.

⁵² W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

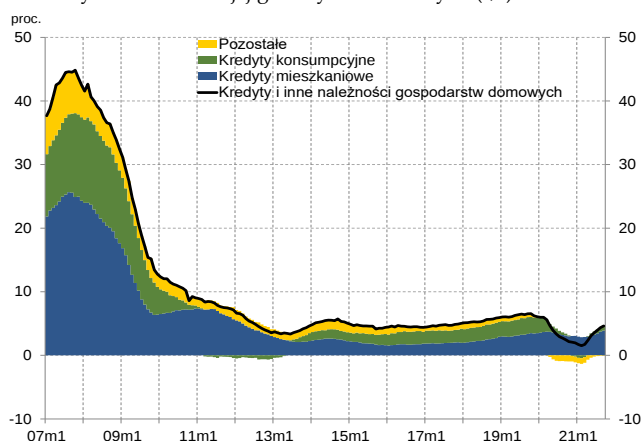
⁵³ Wzrost ten dotyczył zarówno aktywów zagranicznych netto banku centralnego, jak i banków komercyjnych.

się ujemna dynamika zadłużenia netto instytucji rządowych, szczególnie centralnego, związana z dobrą sytuacją finansów publicznych i słabnącym wpływem pandemii na gospodarkę (por. rozdz. 2.2.3 *Sektor finansów publicznych*).

W ostatnich kwartałach przyspieszył wzrost kredytów dla gospodarstw domowych (do 3,0% r/r w II kw. br. i 4,3% w III kw. br. wobec 1,6% w I kw. br.; Wykres 2.39). Zwiększonej skłonności gospodarstw domowych do zaciągania kredytów konsumpcyjnych sprzyjało następujące od II kw. br. stopniowe znoszenie restrykcji przeciwepidemicznych, co umożliwiło dokonywanie wcześniej odroczonej zakupów (w tym usług turystycznych). Na wzrost dynamiki kredytów hipotecznych miało natomiast wpływ istotne zwiększenie popytu na mieszkania (liczba wniosków kredytowych złożonych w III kw. 2021 r. była wyższa o ponad 1/3 w porównaniu z okresem sprzed roku) przy rosnącej średniej wartości udzielonego kredytu (związanej m.in. ze wzrostem cen mieszkań; por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*).

Natomiast dynamika roczna kredytów dla przedsiębiorstw w ostatnich kwartałach pozostała ujemna, choć tempo spadku zmniejszyło się do -5,5% w II kw. br. i -1,7% r/r w III kw. (wobec -6,8% w I kw. br.; Wykres 2.40). Wzrost dynamiki tych kredytów wynikał z wyraźnego ograniczenia spadków kredytów o charakterze bieżącym (do -11,2% w II kw. i -0,2% w III kw. wobec -15,1% w I kw. br.), co odzwierciedlało stopniowo zwiększający się – choć nadal ograniczany przez bardzo dobrą sytuację płynnościową firm (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*) – popyt na finansowanie bankowe ze strony przedsiębiorstw. Z kolei spadek kredytów o charakterze inwestycyjnym pogłębił się (do -1,9% w II kw. i -3,0% w III kw. wobec -0,9% w I kw. br.). Było to efektem m.in. niskiego zainteresowania krajowych przedsiębiorstw finansowaniem planowanych

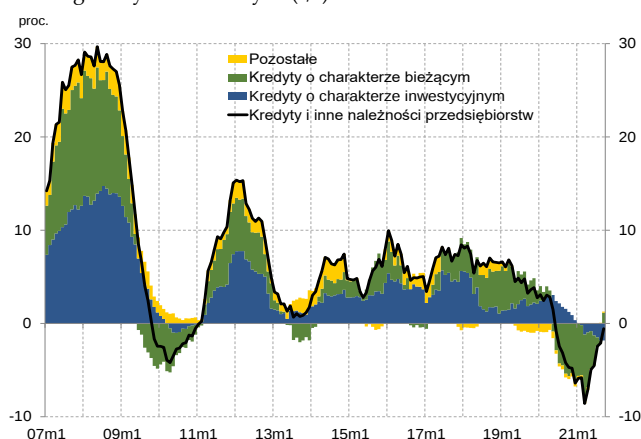
Wykres 2.39 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych, kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych oraz rolników indywidualnych oraz inne należności.

Wykres 2.40 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Kredyty o charakterze inwestycyjnym* obejmuje kredyty inwestycyjne oraz kredyty na nieruchomości. Do kategorii *Pozostałe* zaliczane są m.in. kredyty samochodowe, kredyty na zakup papierów wartościowych oraz inne należności.

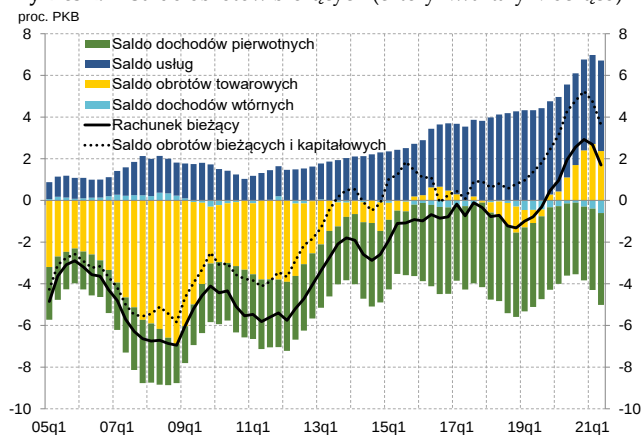
inwestycji kredytem⁵⁴, przy nadal relatywnie restrykcyjnej, w porównaniu do okresu sprzed pandemii, polityce kredytowej banków.

2.7 Bilans płatniczy⁵⁵

W II kw. 2021 r. dodatnie saldo obrotów bieżących obniżyło się do 1,7% PKB⁵⁶ (wobec 2,7% PKB w I kw. br.; Wykres 2.41). Przyczyniło się do tego przede wszystkim pogłębienie ujemnego salda dochodów pierwotnych (do -4,4% PKB w II kw. br. wobec -3,9% PKB w I kw. br.) oraz zmniejszenie nadwyżki w obrotach towarowych (z 2,7% PKB w I kw. br. do 2,4% PKB w II kw. br.). Zwiększenie ujemnego poziomu salda dochodów pierwotnych wynikało głównie ze znacznego wzrostu dochodów uzyskanych przez zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce. W kierunku spadku salda obrotów towarowych oddziaływał natomiast wzrost cen paliw oraz wyraźne zwiększenie importu przetworzonych dóbr pośrednich (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Towarzyszyła temu utrzymująca się wysoka nadwyżka w handlu usługami (4,3% PKB w II kw. br.), przy znacznie wyższych, w porównaniu do poprzednich kwartałów, obrotach dotyczących podróży zagranicznych oraz usług transportowych.

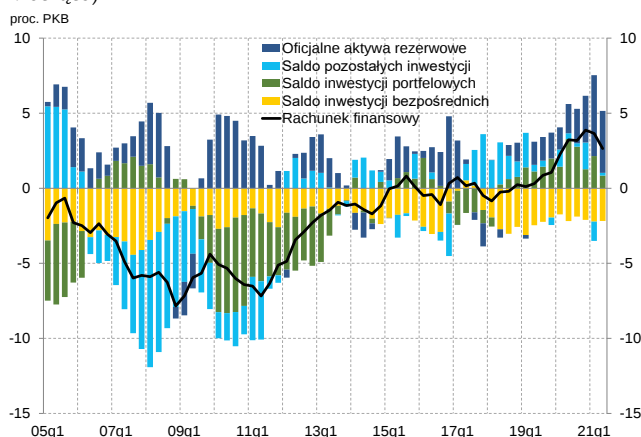
Z powodu mniejszego napływu środków z UE w II kw. 2021 r. nadwyżka na rachunku kapitałowym uległa niewielkiemu obniżeniu względem poprzedniego kwartału i wyniosła 1,9% PKB (wobec 2,1% w I kw.). Wraz z obniżeniem salda obrotów bieżących przełożyło się to na niższe saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (3,6% PKB w II kw. br. wobec 4,7% PKB w I kw. br.).

Wykres 2.41 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.42 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski).

⁵⁴ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2021 r.

⁵⁵ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

⁵⁶ Według wstępnego szacunku, w lipcu i sierpniu saldo rachunku bieżącego wyniosło odpowiednio -7,1 mld i -7,7 mld PLN, na co znaczący wpływ miało ujemne saldo obrotów towarowych (które wyniosło -3,5 mld PLN w lipcu oraz -6,5 mld PLN w sierpniu).

Saldo rachunku finansowego w II kw. 2021 r. wyniosło 2,6% PKB (wobec 3,6% PKB w I kw. br.; Wykres 2.42), co oznacza, że aktywa zagraniczne netto Polski zwiększały się, jednak w mniejszej skali niż w kilku poprzednich kwartałach⁵⁷. Na zmniejszenie salda rachunku finansowego wpłynął przede wszystkim spadek salda inwestycji portfelowych, w głównej mierze na skutek odpływu z rynku dłużnych papierów wartościowych środków lokowanych przez nierezydentów⁵⁸. Do obniżenia salda rachunku finansowego przyczyniło się również niższe niż przed rokiem saldo transakcji zarejestrowanych w oficjalnych aktywach rezerwowych⁵⁹. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływała poprawa salda inwestycji pozostałych⁶⁰.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki poziom zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.4). W II kw. 2021 r. ponownie poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski (liczona w relacji do PKB). Poziom zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB – po kilku kwartałach wzrostu – obniżył się do poziomu najniższego od 2008 r.

Tabela 2.4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w proc., o ile nie zaznaczono inaczej)

	2019	2020				2021	
		q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	0,5	1,0	2,0	2,6	2,9	2,7	1,7
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	2,4	3,1	4,3	4,8	5,2	4,7	3,6
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	4,8	5,0	5,6	6,1	6,8	7,0	6,7
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,0	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4	5,7
Zadłużenie zagr./PKB	59	59	58	59	61	61	57
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-50	-47	-46	-45	-45	-43	-41
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	140	138	136	124	123	119	113
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	117	117	121	119	125	125	123

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

⁵⁷ Według wstępnych danych w lipcu i sierpniu saldo rachunku finansowego wyniosło odpowiednio 2,7 mld i 0,1 mld PLN.

⁵⁸ Nierezydenci zmniejszyli wartość swojego portfela zainwestowanego w obligacje skarbowe (wyemitowane zarówno na rynek krajowy jak i zagraniczne) przy jednoczesnym zwiększeniu (choć w mniejszym stopniu) zaangażowania w dłużne papiery wartościowe pozostałych sektorów.

⁵⁹ Niższe saldo wynikało z transakcji własnych NBP oraz transakcji zrealizowanych na zlecenie Ministerstwa Finansów i Komisji Europejskiej.

⁶⁰ Wyższe saldo wynikało z transakcji sektora bankowego oraz udzielonych przez przedsiębiorstwa kredytów handlowych.

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2021 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od lipca do października 2021 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br.

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 ograniczano 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 podaży 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 rosnąć. 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 podaży 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 uzasadniane 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 przedpandemiczny 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 antykryzysowych. 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 podażowych 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 – spowodowana 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 redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

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 podałowymi 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 obarczone 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 niezmienionym 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 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.

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 przyczyniać 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%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 października 2021 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w gospodarce światowej trwa ożywienie aktywności gospodarczej, choć w III kw. jego dynamika w części gospodarek prawdopodobnie trochę osłabła. Podkreślano, że światowy przemysł jest jak dotąd relatywnie odporny na skutki zaburzeń podaźowych, choć w części krajów braki komponentów do produkcji przekładają się na pogorszenie nastrojów w przemyśle. Zwracano również uwagę na pozytywne sygnały dotyczące aktywności gospodarczej w strefie euro. W szczególności pomimo wzrostu liczby zakażeń COVID-19 koniunktura w sektorze usług tej gospodarki pozostaje relatywnie korzystna. Jednocześnie podkreślano, że dobra sytuacja utrzymuje się także – mimo zaburzeń podaźowych – w tamtejszym przemyśle, w którym produkcja przekroczyła poziom sprzed pandemii.

Wskazywano również, że ceny surowców na rynkach światowych istotnie wzrosły w ostatnim okresie i są znacznie wyższe niż przed rokiem. Zwracano uwagę, że ceny ropy – po okresie pewnej stabilizacji – w ostatnich tygodniach ponownie zaczęły rosnąć. Ponadto w ostatnim

czasie silnie wzrosły ceny gazu ziemnego w Europie, do poziomu kilkukrotnie wyższego niż przed rokiem. Nadal rosły również ceny uprawnień do emisji CO₂. Zwracano uwagę, że w efekcie zwiększyły się także ceny energii elektrycznej w Europie. Podkreślano także, że w ostatnich miesiącach na rynkach światowych wzrosły również ceny części surowców rolnych, w szczególności pszenicy. Wskazano, że wzrost cen surowców – wraz z ograniczeniami podażowymi na niektórych rynkach i silnym wzrostem cen transportu międzynarodowego – przyczynił się w ostatnich miesiącach do istotnego wzrostu inflacji, zarówno PPI, jak i CPI, w wielu gospodarkach. Jednocześnie oceniono, że wpływ tych czynników na światową inflację może utrzymywać się dłużej niż dotychczas sądzono.

Podkreślano, że pomimo wzrostu inflacji główne banki centralne utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów. Jednocześnie zaznaczano, że banki te nieco zmodyfikowały swoją komunikację i obecnie wskazują, że podwyższony poziom inflacji może się utrzymać dłużej niż dotychczas sądzono. W związku z tym oczekiwany horyzont utrzymywania silnie ekspansywnej polityki pieniężnej przez te banki uległ skróceniu. We wrześniu Europejski Bank Centralny ogłosił nieznaczne zmniejszenie tempa zakupów w ramach programu pandemicznego, a Rezerwa Federalna sygnalizuje rozpoczęcie wygaszania skupu netto aktywów jeszcze w bieżącym roku. Jednocześnie zwracano uwagę, że banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej i w niektórych gospodarkach rozwiniętych podniosły stopy procentowe w ostatnim czasie.

Oceniając sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę na trwające ożywienie aktywności gospodarczej. Podkreślano, że w sierpniu wzrosła dynamika produkcji przemysłowej, która przekraczała poziom wyznaczony przez trend sprzed pandemii. Zwracano także uwagę na przyspieszenie wzrostu

sprzedaży detalicznej, oraz produkcji budowlano-montażowej w sierpniu. Członkowie Rady oceniali, że wzrost PKB w III kw. br. był prawdopodobnie wyższy niż wskazywały wyniki lipcowej projekcji NBP. Podkreślano również, że ożywienie gospodarcze – wraz z efektami wypłaconych środków w ramach tarcz antykryzysowych – wpływa bardzo korzystnie na sytuację finansową przedsiębiorstw, które w wielu branżach notują rekordowe zyski. Jednocześnie wskazywano, że mimo utrzymującej się dobrej koniunktury, w ostatnim czasie pogorszyły się nastroje w przemyśle, co było związane z występującymi na niektórych rynkach ograniczeniami podażowymi. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na spadek salda na rachunku obrotów bieżących do ujemnego poziomu w ostatnim okresie.

Jednocześnie oceniano, że w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się korzystnej sytuacji gospodarczej. Choć czynnikiem niepewności jest nadal jesienna fala epidemii, to jej wpływ na gospodarkę powinien być ograniczony ze względu na efekty szczepień oraz przystosowanie wielu firm i gospodarstw domowych do funkcjonowania w warunkach epidemii. Wskazywano również, że dodatkowym czynnikiem niepewności dla perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce jest wpływ rosnących cen surowców na globalną koniunkturę.

Wskazywano także, że chociaż przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw jest nadal nieco niższe niż przed pandemią, to sytuacja na rynku pracy poprawia się. O dobrej sytuacji pracowników na rynku pracy świadczy niskie bezrobocie utrzymujące się pomimo stopniowego wygaszania programów dofinansowania wynagrodzeń w ramach tarcz. Podkreślano, że ta korzystna sytuacja znajduje także odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Wskazywano również, że nominalne płace rosną

znacznie szybciej niż ceny, a jednocześnie towarzyszy im szybki wzrost wydajności pracy. Większość członków Rady oceniła, że wzrost wynagrodzeń jest wiedziony głównie wzrostem wydajności, a inflacja nie generuje nadmiernej presji płacowej. Natomiast zdaniem niektórych członków Rady podwyższona inflacja może zwiększać żądania płacowe różnych grup zawodowych, przekładając się na wzrost presji płacowej w kolejnych kwartałach.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce według szybkiego szacunku GUS wzrosła we wrześniu br. do 5,8% w ujęciu rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wyniosła 0,6%. Większość członków Rady podkreślała, że podwyższona inflacja wynika w głównej mierze z oddziaływania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, w tym wyższych niż przed rokiem cen surowców energetycznych i żywnościowych na rynkach światowych, wcześniejszych podwyżek cen energii elektrycznej i opłat za wywóz śmieci oraz globalnych zaburzeń w transporcie i funkcjonowaniu łańcuchów dostaw. Jednocześnie zwracano uwagę, że dodatnio na dynamikę cen oddziałuje także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost dochodów gospodarstw domowych. W opinii większości członków Rady czynniki popytowe same w sobie nie powodują nadmiernego wzrostu dynamiki cen. Niektórzy członkowie Rady nie podzielili tej opinii, wskazując na rosnące wskaźniki inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na wyższy niż w poprzednich latach poziom oczekiwań inflacyjnych. Podkreślali oni również znaczenie kanału kursowego w mechanizmie transmisji monetarnej.

Członkowie Rady oceniali, że chociaż oddziaływanie części podażowych czynników podwyższających obecnie inflację wygaśnie w przyszłym roku, to obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost cen surowców, w tym energetycznych i rolnych, może nadal podbijać

dynamikę cen w kolejnych kwartałach. W szczególności zwracano uwagę na prawdopodobne istotne wzrosty cen energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, przy wyższej od wcześniejszych oczekiwań ścieżce cen żywności. Podkreślano również, że globalne szoki przyczyniły się do wysokiej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, która może się przekładać na dalsze wzrosty cen dóbr konsumpcyjnych, w szczególności w warunkach dalszego wzrostu dochodów konsumentów. W tym kontekście stwierdzono, że w sytuacji prawdopodobnego dalszego ożywienia aktywności gospodarczej i korzystnej sytuacji na rynku pracy inflacja może utrzymać się na podwyższonym poziomie dłużej niż dotychczas oczekiwano. W szczególności oceniono, że przy utrzymaniu się korzystnej koniunktury, inflacja – pomimo oczekiwanego pewnego obniżenia w ciągu 2022 r. – w najbliższych kwartałach będzie prawdopodobnie kształtowała się powyżej lipcowej projekcji NBP i w tej perspektywie nie powróci samoistnie do przedziału odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Oceniono, że w takiej sytuacji powstawałoby ryzyko utrwalenia się dynamiki cen w średnim okresie na poziomie wyższym od celu inflacyjnego. Członkowie Rady uznali, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy podwyższyć stopy procentowe NBP. W związku z tym Rada przyjęła wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,4 pkt proc., tj. do poziomu 0,50% i ustalenie następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 1,00%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,51%; stopa dyskontowa weksli 0,52%. Jednocześnie Rada podjęła decyzję o podwyższeniu podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 0,5% do 2,0%.

Członkowie Rady podkreślali, że podwyżka stóp ograniczy ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji w średnim okresie. Zaznaczali oni również, że – ze względu na zewnętrzne przyczyny

podwyższonej dynamiki cen – w krótkim okresie inflacja będzie nadal podwyższona. Jednocześnie członkowie Rady stwierdzili, że kolejne decyzje w zakresie polityki pieniężnej będą zależały od oceny napływających informacji dotyczących sytuacji gospodarczej, w tym perspektyw koniunktury i inflacji. Członkowie Rady oceniali również, że decyzje w zakresie polityki pieniężnej muszą wspierać powrót inflacji do celu w średnim okresie, powinny jednak także zmierzać do utrwalenia ożywienia gospodarczego i tworzyć warunki dla dalszego, zrównoważonego wzrostu polskiej gospodarki.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 listopada 2021 r.

Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt proc., tj. do poziomu 1,25%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 1,75%; stopa depozytowa 0,75%; stopa redyskontowa weksli 1,30%; stopa dyskontowa weksli 1,35%.

W gospodarce światowej trwa ożywienie aktywności gospodarczej, choć utrzymująca się w wielu krajach trudna sytuacja epidemiczna wraz z ograniczeniami podażowymi na części rynków i silnym wzrostem cen surowców oddziałują negatywnie na koniunkturę w niektórych gospodarkach. Mimo to, aktualne prognozy wskazują na dalszy wzrost globalnego PKB w przyszłym roku.

Jednocześnie znacznie wyższe niż rok temu światowe ceny surowców – w szczególności gazu ziemnego, ropy naftowej i węgla, a także części surowców rolnych – wraz przedłużającymi się zaburzeniami w globalnych łańcuchach podaży i silnym wzrostem cen transportu międzynarodowego przyczyniają się do istotnego wzrostu inflacji w wielu gospodarkach oraz podwyższania jej prognoz na przyszły rok. W wielu gospodarkach, w tym w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro, inflacja wyraźnie

przekracza cele banków centralnych, kształtując się na poziomach najwyższych od wielu lat.

Mimo to, główne banki centralne utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów, choć część z nich sygnalizuje ograniczenie skali akomodacji monetarnej. Jednocześnie banki centralne w regionie Europy Środkowo-Wschodniej podwyższają stopy procentowe.

W Polsce trwa ożywienie aktywności gospodarczej. Nadal poprawia się sytuacja na rynku pracy, co znajduje odzwierciedlenie w spadku bezrobocia i wyraźnym wzroście przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. W najbliższych kwartałach oczekiwane jest utrzymywanie się korzystnej sytuacji gospodarczej, choć istotnym czynnikiem ryzyka jest wpływ pandemii na gospodarkę, a także oddziaływanie ograniczeń podażowych oraz wysokich cen surowców energetycznych na globalną koniunkturę.

Inflacja w Polsce według szybkiego szacunku GUS wzrosła w październiku br. do 6,8% w ujęciu rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wyniosła 1,0%. 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 globalnych zaburzeń w transporcie i funkcjonowaniu łańcuchów dostaw. Dodatkowo na dynamikę cen oddziałuje jednak także trwające ożywienie gospodarcze, w tym popyt stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 21 października 2021 r. – roczna dynamika cen

znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,8–4,9% w 2021 r. (wobec 3,8–4,4% w projekcji z lipca 2021 r.), 5,1–6,5% w 2022 r. (wobec 2,5–4,1%) oraz 2,7–4,6% w 2023 r. (wobec 2,4–4,3%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,9–5,8% w 2021 r. (wobec 4,1–5,8% w projekcji z lipca 2021 r.), 3,8–5,9% w 2022 r. (wobec 4,2–6,5%) oraz 3,8–6,1% w 2023 r. (wobec 4,1–6,5%).

Obserwowany w bieżącym roku istotny wzrost światowych cen surowców, w tym energetycznych i rolnych, a także przedłużające się globalne zaburzenia podażowe spowodowały podwyższenie prognoz inflacji na najbliższe kwartały na świecie i w Polsce. Przy oczekiwanej kontynuacji ożywienia krajowej aktywności gospodarczej oraz korzystnej sytuacji na rynku pracy tworzyłoby to ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Aby ograniczyć to ryzyko, a więc dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP. NBP może nadal stosować interwencje na rynku walutowym oraz inne instrumenty przewidziane w Założeniach polityki pieniężnej. Terminy oraz skala prowadzonych działań będą uzależnione od warunków rynkowych.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – listopad 2021*, a także *Opinię do projektu Ustawy budżetowej na rok 2022*.

4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych (DABE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projekcji DABE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2021 r. do IV kw. 2023 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2021 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2021 r. (*cut-off date*).

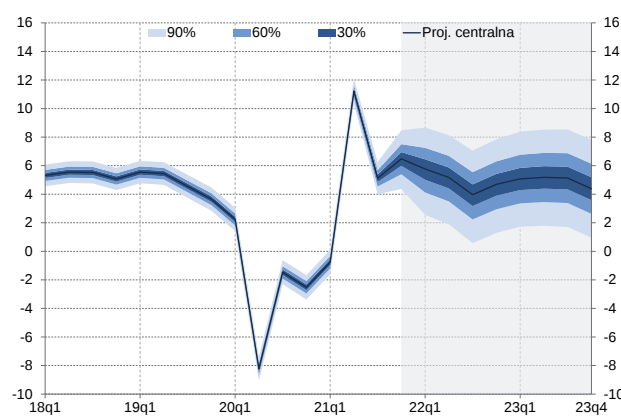
4.1 Synteza

Od momentu publikacji poprzedniej projekcji sytuacja epidemiczna w niektórych głównych gospodarkach rozwiniętych oraz w Polsce pogorszyła się. Zakłada się jednak, że relatywnie wysoki odsetek osób zaszczepionych wpłynie na istotne ograniczenie liczby hospitalizacji w kolejnych falach pandemii i pozwoli na uniknięcie konieczności zamykania całych sektorów gospodarki. Oczekuje się, że wraz z rosnącym stopniem kontroli nad pandemią i przy podtrzymaniu wsparcia fiskalnego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro ścieżki PKB w tych gospodarkach powrócą w 2023 r. do trendu sprzed pandemii.

Odbudowa globalnego PKB oraz towarzyszące jej zakłócenia w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów wartości dodanej sprawiły, że inflacja w głównych gospodarkach rozwiniętych przyspieszyła, a ceny surowców energetycznych na rynkach światowych silnie wzrosły. W projekcji założono, że notowania surowców energetycznych w latach 2022-2023 będą się stopniowo obniżać, ale w całym horyzoncie projekcji będą kształtować się na wyższym poziomie niż przed wybuchem pandemii i w porównaniu do założeń projekcji lipcowej.

W horyzoncie projekcji utrzyma się silny wzrost krajowej aktywności gospodarczej, przy średniej dynamice PKB zbliżonej do 5% r/r. Głównym źródłem szybkiego wzrostu aktywności ekonomicznej w tym okresie będzie spożycie gospodarstw domowych, ale istotną jego składową staną się również inwestycje prywatne. W latach 2022-2023 pozytywnie na aktywność gospodarczą będzie wpływać uruchomienie nowego programu Polski Ład oraz napływ funduszy unijnych związanych z realizacją Krajowego Planu Odbudowy. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB, zgodnie z antycyklicznym charakterem tego komponentu w przeszłości, będzie natomiast negatywny. W horyzoncie projekcji oczekuje się

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

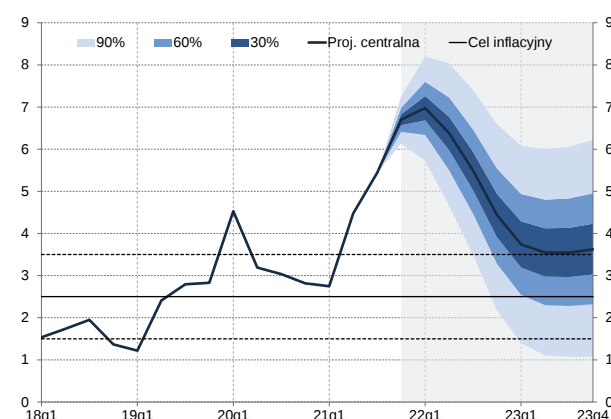
Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji. Przyjęto założenie, że rozkład prawdopodobieństwa realizacji zmiennej w każdym z horyzontów prognozy należy do rodziny rozkładów binormalnych (ang. *two-piece normal*, TPN). Rozkład ten jest określany przez trzy parametry: dominantę, wariancję oraz miarę skośności. Dominantą rozkładu jest ścieżka centralna projekcji, natomiast wariancja jest wyznaczana w oparciu o historyczne błędy prognoz dla każdego z horyzontów skorygowane o wpływ bieżącej niepewności zmiennych egzogenicznych. Skośność rozkładu uzyskuje się na podstawie analizy kilku alternatywnych scenariuszy wraz z przypisanymi im szansami realizacji. Na wykresie rozkład realizacji danej zmiennej ilustrują warstwy o prawdopodobieństwie 30, 60 i 90% wokół ścieżki centralnej projekcji, które skonstruowano w taki sposób, aby zminimalizować szerokość przedziałów (szerzej w Pońsko P., Rybaczek B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241.).

spadku stopy bezrobocia i utrzymania dynamiki wynagrodzeń na podwyższonym poziomie, czemu sprzyjać będzie korzystna koniunktura gospodarcza przekładająca się na wzrost popytu na pracę przy niskim zasobie osób, które mogłyby podjąć zatrudnienie.

Wysoki poziom inflacji w końcu br. jest odzwierciedleniem wysokiej dynamiki cen we wszystkich głównych kategoriach koszyka CPI, do czego w istotnym stopniu przyczyniły się niekorzystne uwarunkowania popytowo-podażowe w gospodarce światowej. Inflacja CPI w 2022 r. pozostanie wysoka w ujęciu średniorocznym, lecz na przestrzeni roku cechować się będzie tendencją spadkową, na co wpłynie wygasający wpływ wysokich cen surowców na rynkach światowych oraz napięć w sieciach dostaw. Pod koniec horyzontu projekcji oczekiwany jest jednak jej ponowny wzrost w ślad za coraz silniejszym oddziaływaniem na ceny czynników popytowych powiązanych z dalszą poprawą krajowej koniunktury odzwierciedloną w systematycznym wzroście dodatniej luki popytowej.

Przyszła sytuacja gospodarcza w Polsce jest w największym stopniu uzależniona od przyszłego przebiegu pandemii COVID-19 na świecie, przy czym ocenia się że ryzyko to zmniejszyło się względem poprzednich rund prognostycznych. Głównym źródłem ryzyka dla inflacji stała się natomiast niepewność odnośnie do przyszłej ścieżki cen energii wobec sytuacji na rynku surowców energetycznych i planowanych zmian w polityce klimatycznej UE. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się aktywności gospodarczej poniżej ścieżki centralnej projekcji oraz na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI w horyzoncie projekcji (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Sposób konstrukcji wykresu wachlarzowego omówiony jest w komentarzu pod wykresem 4.1.

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Czwarta fala pandemii charakteryzuje się relatywnie niższą liczbą hospitalizacji oraz zgonów w krajach o wysokim udziale osób zaszczepionych, chociaż nadal w niektórych z nich notowane są silne wzrosty zakażeń. Zróżnicowanie w poziomie zaszczepienia ludności pomiędzy krajami wynika z różnic w dostępności szczepionek oraz nastawienia poszczególnych społeczeństw do procesu szczepień (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). W projekcji założono, że relatywnie wysoki odsetek osób zaszczepionych w gospodarkach rozwiniętych oraz najbogatszych gospodarkach wschodzących będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia restrykcji epidemicznych w najbliższych kwartałach. W gospodarkach o niskich wskaźnikach zaszczepienia ludności negatywny wpływ obecnej i potencjalnych kolejnych fal pandemii na aktywność ekonomiczną będzie bardziej dotkliwy, ale wraz z postępującą akcją szczepień będzie ulegał on stopniowemu osłabieniu.

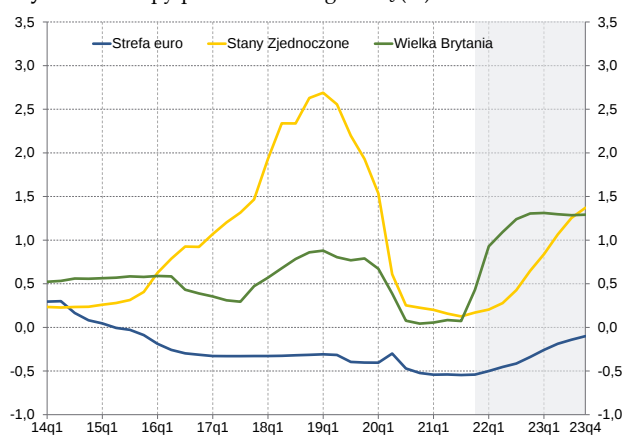
W III kw. br. w głównych gospodarkach rozwiniętych kontynuowana była faza ożywienia, na którą jednak negatywnie oddziaływały zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci podaży. Oczekuje się, że wraz z oczekiwanym rosnącym stopniem kontroli nad pandemią i przy podtrzymaniu wsparcia fiskalnego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro ścieżki PKB w tych gospodarkach powrócą w horyzoncie projekcji do trendu sprzed pandemii. Wolniejszy przebieg akcji szczepień oraz mniejsza skala wsparcia ze strony polityki gospodarczej w gospodarkach wschodzących i rozwijających się będzie natomiast stanowić czynnik uniemożliwiający powrót aktywności gospodarczej w tych krajach do przedpandemicznego trendu przed końcem 2023 r. Ocenia się, że niepewność dotycząca wpływu pandemii na światową aktywność gospodarczą pozostaje wysoka, ale obniżyła się względem

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2021	2022	2023
PKB w strefie euro (r/r, %)			
XI 2021	4,9	4,0	2,4
VII 2021	4,5	4,2	1,8
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
XI 2021	5,7	4,2	1,9
VII 2021	6,5	3,6	1,8
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
XI 2021	7,0	4,8	1,9
VII 2021	7,1	4,7	1,8

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

poprzednich rund prognostycznych (por. rozdz. 4.5 Źródła niepewności projekcji).

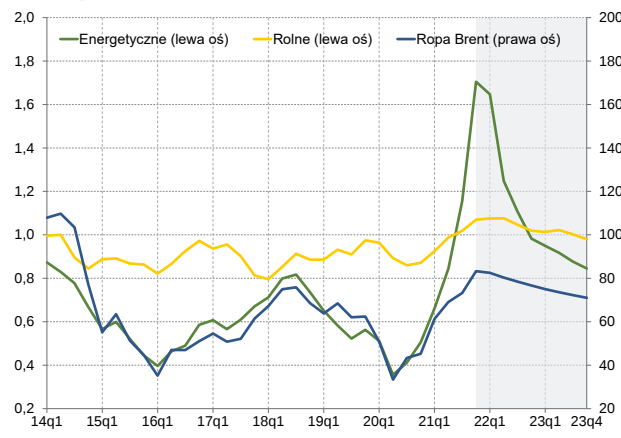
Inflacja i rynki surowców

Po wzroście notowań na przestrzeni bieżącego roku, w październiku ceny ropy naftowej ukształtowały się na wyraźnie wyższym poziomie niż w ub.r. (Wykres 4.4). W tym samym okresie odnotowano również bardzo silny wzrost cen gazu ziemnego i węgla kamiennego. Tendencje obserwowane na rynkach surowców energetycznych są wynikiem ich ograniczonej podaży przy szybkiej odbudowie popytu na energię w ślad za ożywieniem w gospodarce światowej. W przypadku gazu ziemnego, na ceny dodatkowo oddziałują niskie zapasy tego surowca w Europie oraz polityka klimatyczna Unii Europejskiej nakierowana na ograniczenie emisji CO₂ (Wykres 4.4).

Oczekuje się, że w latach 2022-2023 nastąpi spadek cen ropy naftowej, ale w całym horyzoncie projekcji będą one kształtować się powyżej poziomu sprzed wybuchu pandemii (Wykres 4.4). Wsparciem dla tego scenariusza jest spodziewane zwiększenie wydobycia w krajach OPEC+ oraz Stanach Zjednoczonych, które będzie w dużym stopniu równoważyć założony w projekcji dalszy wzrost popytu na ten surowiec. Notowania cen gazu ziemnego i węgla kamiennego również ulegną obniżeniu do końca 2023 r., ale będą nadal wyraźnie przewyższać poziom sprzed 2020 r. Prognozy te obarczone są jednak wysoką niepewnością związaną z kształtowaniem się popytu na surowce energetyczne w najbliższych latach, przyszłymi decyzjami krajów grupy OPEC+ i innych producentów dotyczącymi wielkości wydobycia oraz ze zmianami regulacji w obszarze polityki klimatycznej.

W ostatnich miesiącach miał również miejsce wzrost cen większości surowców rolnych (Wykres 4.4), do czego przyczyniły się rosnące koszty produkcji oraz frachtów, przy zwiększonym popycie za strony sektora usług hotelarskich i

Wykres 4.4 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) i rolnych (w EUR, 2011=1) na rynkach światowych oraz cena ropy naftowej Brent (USD/b)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

gastronomicznych (HoReCa). W dalszym horyzoncie projekcji stopniowo obniżające się ceny ropy naftowej i gazu ziemnego, wpływające na koszty transportu, energii elektrycznej oraz ceny nawozów sztucznych, będą oddziaływać w kierunku spadku cen surowców rolnych z wysokiego poziomu odnotowanego na przełomie 2021 i 2022 r. (Wykres 4.4). Główne ryzyko dla przyjętej prognozy, poza niepewnością dotyczącą kształtowania się popytu oraz kosztów, stanowią nowe ogniska chorób zwierzęcych oraz przyszłe warunki agrometeorologiczne.

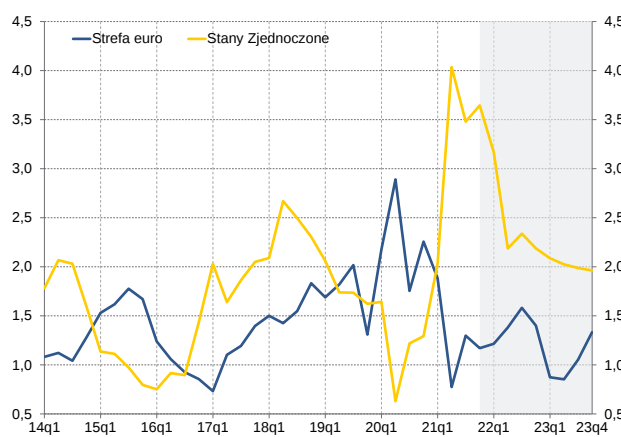
W III kw. br. odnotowano w gospodarce światowej wyraźny wzrost zarówno cen konsumpcyjnych, jak i cen producenta (nie nastąpił natomiast wzrost deflatora wartości dodanej w strefie euro, którego kształtowanie pozostaje pod istotnym wpływem realizowanych w tej gospodarce programów ochronnych w ub.r., por. Wykres 4.5). Przyczyniły się do tego rosnące ceny surowców energetycznych oraz niedobory towarów wynikające z zakłóceń w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów wartości dodanej, przy wciąż wysokim popycie na dobra trwałego użytku (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). W horyzoncie projekcji wpływ tych czynników na inflację wygaśnie, czemu towarzyszyć będzie stopniowe zacieśnianie globalnych warunków monetarnych (Wykres 4.3).

4.3 Gospodarka polska w latach 2021-2023

Założenia dotyczące rozwoju pandemii i zakresu restrykcji administracyjnych

Po okresie bardzo niskiej liczby zakażeń w miesiącach letnich sytuacja epidemiczna uległa wyraźnemu pogorszeniu przy jednoczesnym znaczącym spowolnieniu tempa szczepień (Wykres 4.7). We wrześniu br. liczba nowych przypadków oraz hospitalizacji była jednak wciąż istotnie niższa niż na początku trzeciej fali na wiosnę br.

Wykres 4.5 Zmiana deflatora wartości dodanej (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

W projekcji przyjęto założenie, że w IV kw. br. nastąpi kulminacja czwartej fali pandemii w Polsce, przy porównywalnej do drugiej i trzeciej fali liczbie zakażeń, do czego przyczyni się wysoka zaraźliwość dominującego wariantu Delta i jedynie 50%-owy udział osób w pełni zaszczepionych. Jednak w obliczu relatywnie wysokiego poziomu szczepień wśród najstarszych roczników (Wykres 4.6), liczba hospitalizacji oraz zgonów będzie wyraźnie niższa niż podczas poprzednich kulminacji liczby zachorowań.

W konsekwencji restrykcje⁶¹ związane z rozwojem czwartej i kolejnych fal pandemii nie będą już w istotnym stopniu zakłócać funkcjonowania krajowej gospodarki. Zakłada się, że potencjalne nowe obostrzenia będą dotyczyć w największym stopniu osób niezaszczepionych oraz będą zróżnicowane regionalnie, natomiast nie nastąpi ponowne zamykanie całych sektorów gospodarki w skali kraju.

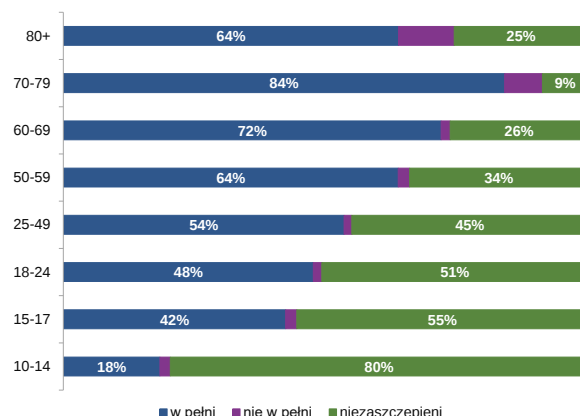
Głównym źródłem ryzyka dla kształtowania się przyszłego wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje niepewność związana z przyszłym przebiegiem pandemii COVID-19 na świecie, zwłaszcza w gospodarkach azjatyckich.

Nowe instrumenty polityki fiskalnej

Charakter działań fiskalnych na przestrzeni najbliższych kwartałów będzie się zmieniać, ewoluując od bezpośredniego wsparcia podmiotów gospodarczych w trakcie pandemii w kierunku wzmocnienia szeroko rozumianego rozwoju gospodarczego i przesunięcia akcentów polityki społecznej.

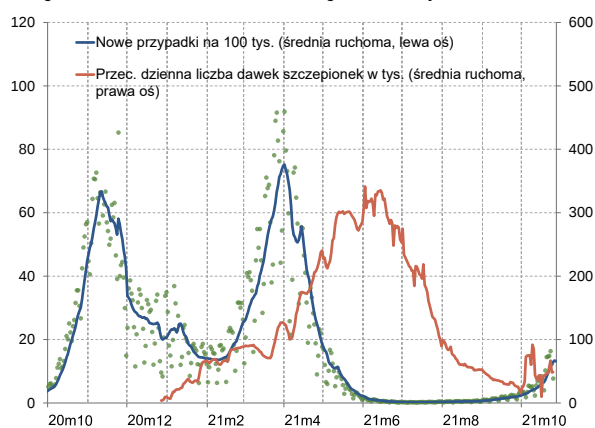
W horyzoncie projekcji uruchomiony zostanie nowy instrument unijnej pomocy finansowej – *Next Generation EU*, którego celem jest wspieranie rozwoju gospodarek europejskich po kryzysie

Wykres 4.6 Odsetek zaszczepionych osób w poszczególnych kohortach wiekowych w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Europejskie Centrum ds. Zapobiegania i Kontroli Chorób, obliczenia NBP.

Wykres 4.7 Nowe przypadki zachorowań na 100 tys. w Polsce oraz przeciętna liczba dawek szczepionek w tys. (trend 7-dni)



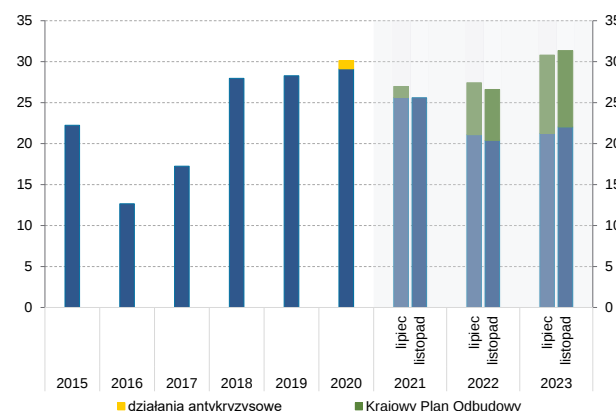
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Europejskie Centrum ds. Zapobiegania i Kontroli Chorób, obliczenia NBP.

⁶¹ Obowiązujące wciąż restrykcje dotyczące reżimu sanitarnego w największym stopniu ograniczają działalność przedsiębiorstw z sektora usług: gastronomii, kultury oraz sportu i rekreacji. W szczególności w obiektach sportowych, placówkach kultury i hotelach obowiązuje limit osób na m² lub obłożenia dostępnych miejsc. W wielu przypadkach limity te formalnie nie dotyczą osób w pełni zaszczepionych.

wywołanym pandemią COVID-19. Sposób wydatkowania zasadniczej części środków z tego instrumentu przypadającej na Polskę (blisko 24 mld euro w horyzoncie do 2026 r.) określony został w Krajowym Planie Odbudowy, przyjętym przez polski rząd w końcu kwietnia br. (Wykres 4.8). Wydatki te będą przeznaczone m.in. na finansowanie projektów z zakresu transformacji energetycznej, rozwoju cyfryzacji i robotyzacji, zwiększenia dostępności i jakości systemu ochrony zdrowia oraz poprawy warunków konkurencyjności i ochrony producentów i konsumentów w sektorze rolnym. Istotna część środków zostanie tym samym przeznaczona na zwiększenie nakładów inwestycyjnych sektora przedsiębiorstw i finansów publicznych. W mniejszym stopniu wydatki te powiększą spożycie publiczne oraz transfery dla gospodarstw domowych. Projekt Krajowego Planu Odbudowy został przedstawiony Komisji Europejskiej na początku maja br., jednak do tej pory nie uzyskał on jej akceptacji. W konsekwencji w bieżącej rundzie progностycznej zakłada się, że Polska rozpocznie korzystanie z przypadającej na nią kwoty dopiero w 2022 r., a w latach 2022-2023 wykorzystane zostanie łącznie około 34% dotacji dostępnych w ramach całej alokacji powyższego instrumentu (Wykres 4.8).

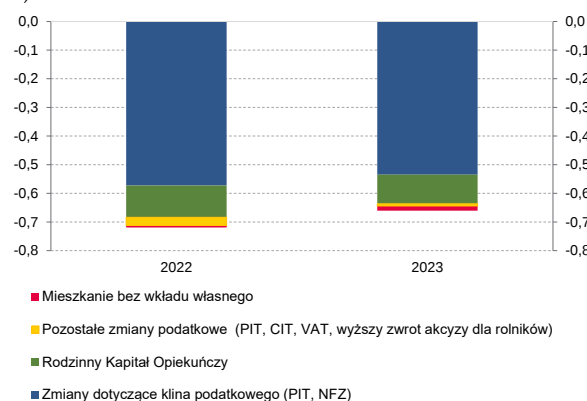
W projekcji listopadowej uwzględniono również skutki wejścia w życie od 2022 r. programu Polski Ład, przewidującego zasadnicze zmiany w polskim systemie podatkowym (Wykres 4.9). Obejmują one podwyższenie kwoty wolnej od podatku dla osób fizycznych oraz progu dochodowego PIT przy jednoczesnej likwidacji odliczenia od podatku części składki zdrowotnej. Wśród pozostałych elementów programu istotną pozycję stanowi zwiększenie transferów dla rodzin w ramach Rodzinnego Kapitału Opiekuńczego. Planowane jest również wsparcie dla zakupów mieszkań poprzez gwarantowanie wkładu własnego oraz spłaty części kredytu. Szacuje się, że program Polski Ład przyczyni się do obniżenia

Wykres 4.8 Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.9 Wpływ na saldo sektora finansów publicznych najważniejszych zmian zawartych w Polskim Ładzie (pkt proc. PKB)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.

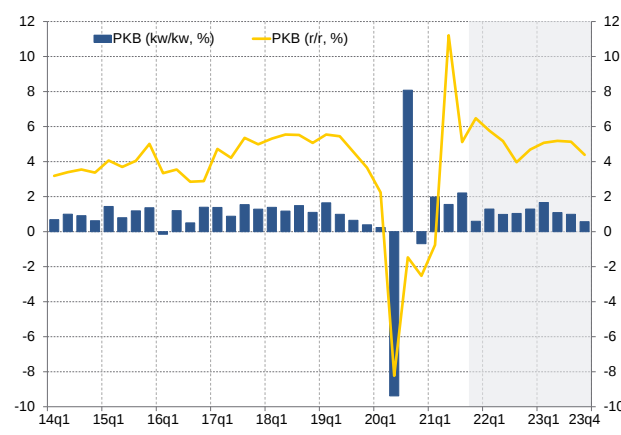
salda sektora finansów publicznych w 2022 r. o ok. 0,75% PKB (Wykres 4.9).

Korzyści ze zmian podatkowych w ramach „Polskiego Ładu” odniosą w szczególności emeryci i renciści oraz pracownicy o rocznym przychodzie poniżej 68,4 tys. zł. Podatki wyższe niż przed zmianami zapłacą natomiast pracownicy najemni zarabiający powyżej 153 tys. zł rocznie oraz większość samozatrudnionych. Spadek obciążeń podatkowych obejmie zatem osoby o niższych dochodach i wyższej skłonności do konsumpcji, a wzrośnie dla grup charakteryzujących się średnio korzystniejszą sytuacją finansową oraz posiadających większy zasób oszczędności. W efekcie zmiany podatkowe będą prowadzić do przesunięcia popytu w kierunku grup o niższych dochodach, przyczyniając się do relatywnie silnej reakcji łącznego spożycia gospodarstw domowych. Proinflacyjny wpływ wzrostu popytu może być przy tym łagodzony obniżeniem dynamiki płac wynikającym ze spadku opodatkowania dużej części wynagrodzeń.

Aktywność gospodarcza

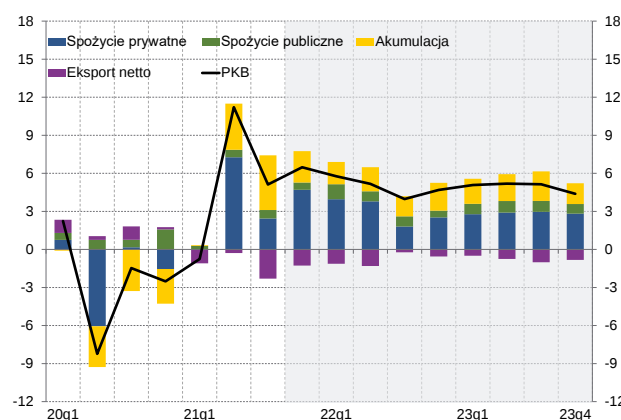
Założone skuteczne rozwiązanie kryzysu zdrowotnego oraz odbudowa aktywności ekonomicznej za granicą sprawią, że w horyzoncie projekcji gospodarka Polski będzie rosła w średnim tempie zbliżonym do 5% r/r (por. Wykres 4.10, Wykres 4.11). Głównym źródłem szybkiego wzrostu PKB będzie spożycie gospodarstw domowych, ale istotną jego składową staną się również inwestycje prywatne. W latach 2022-2023 pozytywnie na aktywność gospodarczą będzie wpływać uruchomienie nowego programu Polski Ład oraz napływ funduszy unijnych związanych z realizacją Krajowego Planu Odbudowy. Stosunkowo szybkie tempo ożywienia gospodarczego jest również efektem przyjętego założenia o niezmiennych w horyzoncie projekcji stopach procentowych NBP (w tym stopie referencyjnej równej 0,5%), kształtujących się na bardzo niskim historycznie poziomie. Skalę

Wykres 4.10 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja

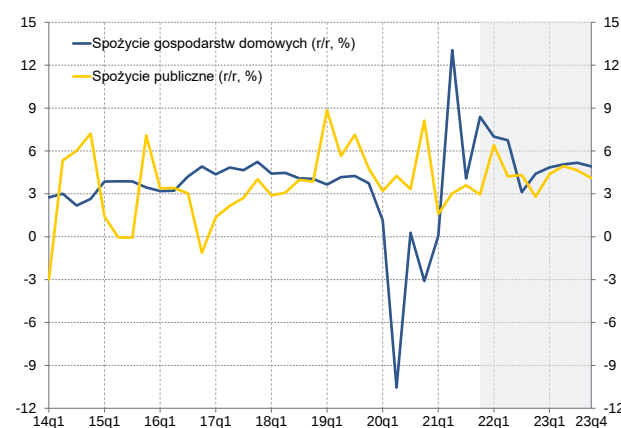


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wzrostu PKB w najbliższych kwartałach będzie natomiast ograniczać negatywny szok podaży będący wynikiem gwałtownego wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych i uprawnień do emisji CO₂ oraz zaburzeń w łańcuchach dostaw w gospodarce światowej.

Przystosowanie się konsumentów do funkcjonowania w okresie pandemii oraz łagodzenie ograniczeń administracyjnych od końca kwietnia br. pozwoliło gospodarstwom domowym zrealizować już w istotnej części popyt na towary i usługi, których zakupy zostały ograniczone w okresie obowiązywania obostrzeń. Odbudowa popytu na niektóre usługi jest jednak nadal opóźniana przez zmiany w zachowaniu ludności w obawie przed zakażeniem, obniżone nastroje konsumentów oraz obowiązujący reżim sanitarny. Ze względu na powyższe uwarunkowania stopa oszczędności gospodarstw domowych, choć istotnie obniżyła się względem ub.r., wciąż pozostaje na relatywnie wysokim poziomie (por. Wykres 4.13). Jednocześnie w okresie pandemii COVID-19 gospodarstwa domowe poprzez akumulację środków zwiększyły swoje aktywa finansowe netto. W konsekwencji stwarza to przestrzeń, przy zmniejszającym się zagrożeniu ze strony COVID-19 oraz poprawie nastrojów konsumentów, do relatywnie szybkiego wzrostu spożycia prywatnego w latach 2022-2023 (Wykres 4.12). Zwiększeniu wydatków konsumpcyjnych w tym okresie sprzyjać będą wchodzące w życie od przyszłego roku reformy – przede wszystkim zmiany podatkowe – w ramach programu Polski Ład (por. pkt Nowe instrumenty polityki fiskalnej).

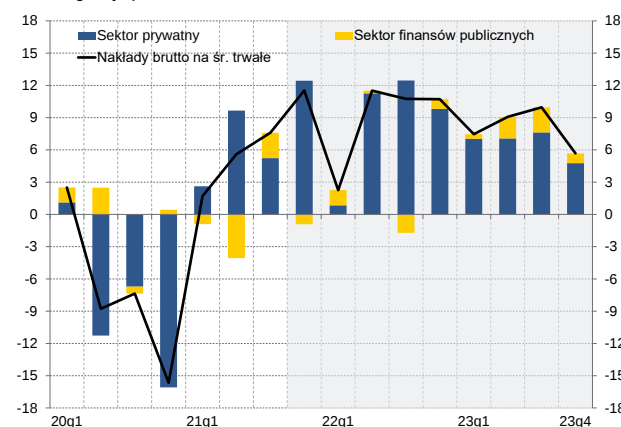
Pomimo wolniejszego od oczekiwań ożywienia aktywności inwestycyjnej w II kw. br., przewiduje się, że wielkość nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw na początku 2022 r. przekroczy poziom odnotowany przed wybuchem pandemii (Wykres 4.14). Świadczą o tym wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw wskazujące na kolejną poprawę nastrojów inwestycyjnych firm

Wykres 4.12 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Stopa oszczędności dobrowolnych gospodarstw domowych


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.14 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

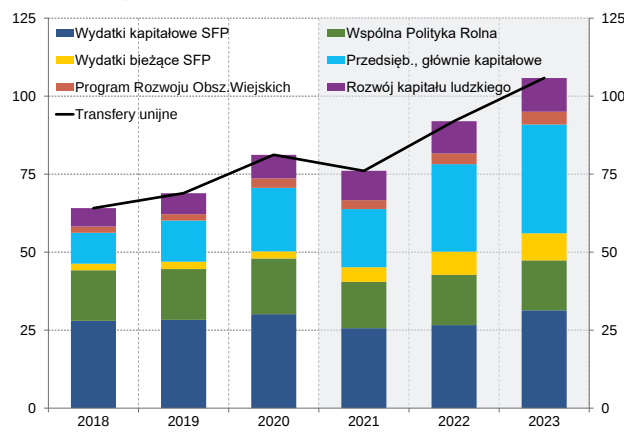
Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych, gospodarstw domowych (zarówno mieszkaniowe jak i niemieszkaniowe) oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

oraz na obniżone względem 2020 r., choć wciąż na wysokim poziomie, oceny niepewności⁶². Jednocześnie nastąpił dalszy wzrost stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych w III kw. br., który w większości grup przedsiębiorstw powrócił do poziomów sprzed wybuchu pandemii⁶³. Oczekiwany wzrost nakładów na środki trwałe jest przy tym silnie uzależniony od zakresu doświadczanych przez poszczególne firmy restrykcji⁶⁴. Zwiększeniu nakładów kapitałowych powinien sprzyjać niski wyjściowy stopień automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnące koszty czynnika pracy. W tym samym kierunku będzie oddziaływać napływ środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy. Czynnikiem hamującym wzrost inwestycji przedsiębiorstw będą natomiast ograniczenia podażowe powiązane z zakłóceniami w globalnych łańcuchach dostaw oraz wysokie koszty surowców i energii.

Ubiegłoroczne spowolnienie dynamiki inwestycji mieszkaniowych spowodowane pandemią okazało się przejściowe. Utrzymaniu relatywnie wysokiego wzrostu popytu na mieszkania w horyzoncie projekcji będzie sprzyjać podwyższony poziom oszczędności części gospodarstw domowych oraz niskie stopy procentowe. Pozytywnie na wzrost tej kategorii będzie również oddziaływać uruchomienie od przyszłego roku dedykowanego wsparcia dla rodzin na zakup mieszkania w ramach nowego programu Polski Ład (por. pkt *Nowe instrumenty polityki fiskalnej*).

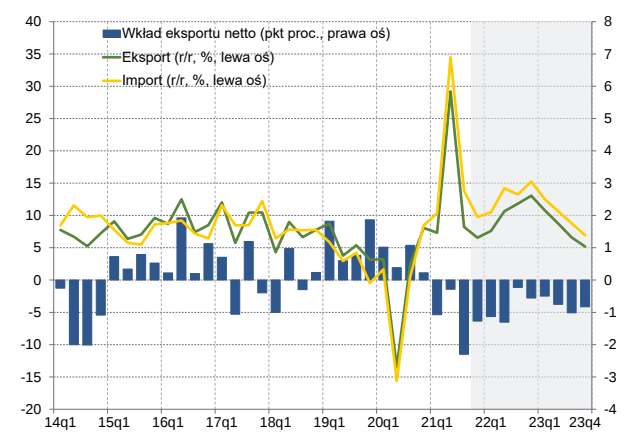
W latach 2022-2023, po niewielkim spadku w br., nastąpi wzrost nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych, choć w wolniejszym tempie niż wydatków na ten cel sektora prywatnego. Wzrost inwestycji publicznych będzie wspierany przez napływ środków wydatkowanych w ramach Krajowego Planu Odbudowy, łagodząc wpływ spadku funduszy z polityki spójności wynikający z

Wykres 4.15 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.16 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2021 r

⁶³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2021 r

⁶⁴ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2021 r

końcowej fazy wykorzystania finansowania w ramach perspektywy UE na lata 2014-2020 (Wykres 4.15).

Poprawa w horyzoncie projekcji koniunktury za granicą wpłynie na dalszy wzrost wolumenu eksportu, który już w III kw. ub.r. przekroczył poziom sprzed wybuchu pandemii (Wykres 4.16). Jednocześnie jednak, ze względu na istotne przyspieszenie dynamiki popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB ukształtuje się w latach 2021-2023 na ujemnym poziomie.

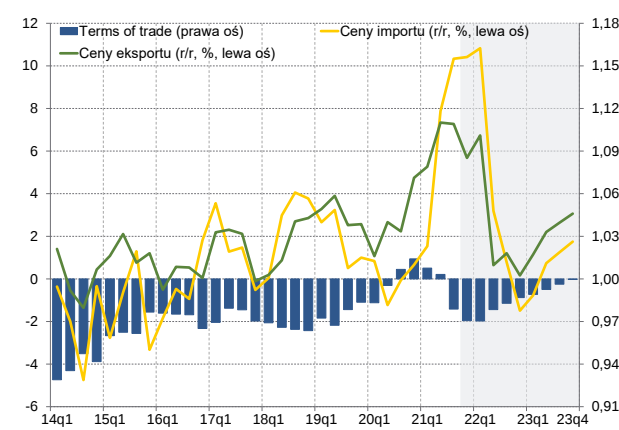
Produkt potencjalny i luka popytowa

Po istotnym obniżeniu w ub.r. dynamika potencjalnego PKB w latach 2022-2023 ukształtuje się na poziomie zbliżonym do obserwowanego przed pandemią (Wykres 4.18). Szybszy niż w br. wzrost produkcji potencjalnej w kolejnych latach projekcji będzie wynikiem powrotu dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji (TFP) do średniej wartości z ubiegłych lat, stopniowego przyspieszenia akumulacji kapitału wytwórczego oraz zwiększenia dostępnego zasobu pracy.

Zakłada się, że w latach 2022-2023 wygasną negatywne zmiany w zakresie wydajności pracy jakie miały miejsce w okresie pandemii COVID-19, przyczyniające się do obniżenia dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji. Kolejne etapy znoszenia restrykcji gospodarczych przełożą się na dalsze zwiększanie stopnia wykorzystania środków trwałych oraz zmniejszenia kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw związanych z koniecznością zachowywania reżimu sanitarnego.

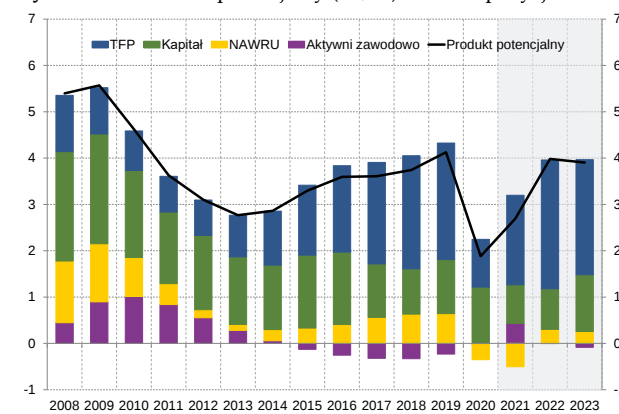
Pozytywnie na potencjał polskiej gospodarki wpłynie także odbudowa aktywności inwestycyjnej, która będzie zwiększać zasób kapitału wytwórczego, jednak ze względu na stopniowe przekształcanie się inwestycji w środki trwałe proces ten będzie rozłożony w czasie.

Wykres 4.17 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.18 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Dynamika produktu potencjalnego określa tempo wzrostu gospodarczego nie powodujące narastania presji inflacyjnej. Może on pochodzić ze wzrostu podaży pracy, zasobu kapitału produkcyjnego lub wydajności czynników produkcji. W modelu NECMOD jest on wyznaczony przez funkcję produkcji Cobb-Douglasa w postaci:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [LF_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0,67} \cdot K_t^{1-0,67},$$

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzoną o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, LF_t^{trend} – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,67.

Wzrost potencjalnego czynnika pracy w latach 2022-2023 będzie z kolei wynikiem spadku poziomu stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) (Wykres 4.18, Wykres 4.19) w ślad za spadającą w horyzoncie projekcji stopą bezrobocia.

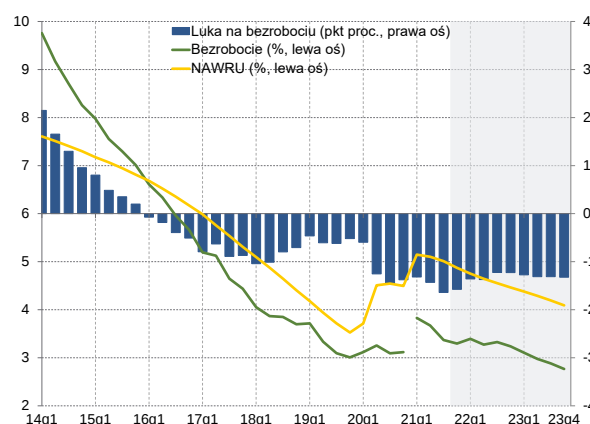
Znacznie silniejszy spadek dynamiki popytu niż produktu potencjalnego w ub.r. spowodował ukształtowanie się luki popytowej na ujemnym poziomie (Wykres 4.20). Wraz z postępującą odbudową aktywności gospodarczej w II poł. br. luka popytowa powróciła do dodatnich poziomów zbliżonych do 1% produktu potencjalnego. W latach 2022-2023 dalszy szybki wzrost PKB przełoży się na systematyczny wzrost dodatniej luki popytowej oddziałując w kierunku wyższej inflacji CPI.

Rynek pracy

Na kształtowanie się odczytów dla części zmiennych rynku pracy miała wpływ zmiana metodyki BAEL sprawiająca, że dane do 2020 r. i od 2021 r. nie są w pełni porównywalne⁶⁵.

Jakkolwiek dane sprawozdawcze z gospodarki narodowej wskazują, że przeciętne zatrudnienie w II kw. pozostawało o ok. 100 tys. niższe od stanu sprzed pandemii, to według BAEL aktywność zawodowa i liczba pracujących są już obecnie wyższe niż w IV kw. 2019 r. (Wykres 4.21, Wykres 4.22). Średnia liczba przepracowanych godzin, obniżająca się w okresach zaostrzenia sytuacji epidemicznej, również powróciła do poziomu sprzed pandemii. W projekcji zakłada się, że na

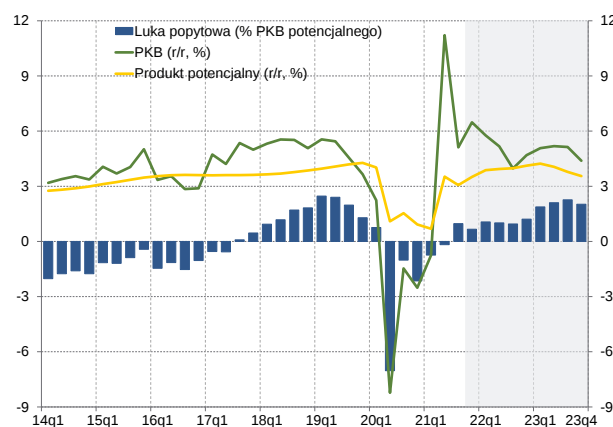
Wykres 4.19 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

NAWRU_t – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac
Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane do 2020 r. i od 2021 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis 65.

Wykres 4.20 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

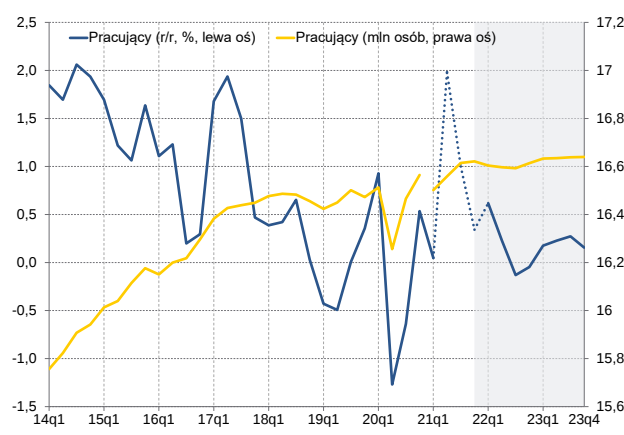
Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

⁶⁵ Na statystyki rynku pracy wpływ ma zmiana metodyki BAEL przeprowadzona przez GUS, powodująca, że dane za I i II kw. br., jak również prognozy NECMOD dotyczące liczby ludności, aktywnych zawodowo oraz pracujących i bezrobotnych nie są porównywalne z wynikami poprzednich edycji tego badania. W szczególności dynamiki w ujęciu r/r niektórych kategorii rynku pracy za 2021 r. należy traktować z ostrożnością. Zmiany metodyki wprowadzone w BAEL obejmowały między innymi: (i) wyłączenia z badania osób w wieku 90 lat i więcej, (ii) wyłączenie z kategorii pracujących osób samozatrudnionych lub pomagających członków rodzin w rolnictwie indywidualnym produkujących na własne potrzeby oraz włączenie do kategorii pracujących osób przebywających na urlopie wychowawczym dłuższym niż 3 miesiące, (iii) zmiany brzmienia i kolejności zadawania pytań w ankiecie BAEL. W wyniku tych zmian w I kw. 2021 r. populacja w najstarszej grupie wiekowej (60/65+) uległa zmniejszeniu, wzrosła liczba osób bezrobotnych, natomiast zmiany definicyjne i w konstrukcji ankiety w przypadku liczby pracujących w dużej mierze skompensowały się. W efekcie w I kw. br. podniósł się również wskaźnik aktywności zawodowej. Bardziej dokładne oszacowanie wpływu modyfikacji metodyki BAEL na szeregi będzie możliwe dopiero w momencie udostępnienia zrewidowanych szeregów historycznych głównych wskaźników rynku pracy, spójnych z nową metodyką BAEL. GUS zapowiedział, że stanie się to nie wcześniej niż pod koniec br.

przełomie 2021 i 2022 r., nastąpi przejściowe wyhamowanie wzrostu popyt na pracę. Przyczynią się do niego zakłócenia w sieciach podaży, wpływające na zatrudnienie w przemyśle, oraz niepewność związana z czwartą falą pandemii, oddziałująca na zatrudnienie w sektorach usługowych. Na taki scenariusz wskazuje spowolnienie we wrześniu br. wzrostu liczby ofert pracy w urzędach pracy oraz spadek części odczytów koniunktury (w tym oceny przewidywanych zmian stanu zatrudnienia według GUS oraz subindeksu PMI dot. zatrudnienia). W dalszym horyzoncie projekcji oczekuje się dalszego, choć umiarkowanego wzrostu liczby pracujących. Z jednej strony, pozytywnie na popyt na pracę będzie wpływać utrzymująca się korzystna koniunktura gospodarcza. Z drugiej jednak strony ograniczony zasób osób aktywnych zawodowo będzie stanowić czynnik hamujący prognozowany wzrost zatrudnienia.

Po spowolnieniu odnotowanym w ub.r. dynamika wynagrodzeń wyraźnie przyspieszyła i w horyzoncie projekcji będzie utrzymywała się na wysokim poziomie (Wykres 4.23). W 2021 r. tempo wzrostu płac podwyższała odbudowa intensywności pracy spowodowana znoszeniem ograniczeń w funkcjonowaniu kolejnych sektorów gospodarki. W horyzoncie projekcji w tym samym kierunku może również oddziaływać wysoka dynamika cen konsumpcyjnych. Potwierdzeniem tych tendencji są najnowsze wyniki badań przedsiębiorstw wskazujące na dalszy wyraźny wzrost odsetka firm planujących podwyżki w IV kw. br. oraz narastanie nacisków płacowych⁶⁶. W ochronie zdrowia fundusz płac podwyższają także zmiany dotyczące wynagrodzeń zasadniczych personelu medycznego oraz środki przeznaczone na walkę z pandemią. Z drugiej strony, siłę negocjacyjną pracowników ogranicza wysoka liczba imigrantów

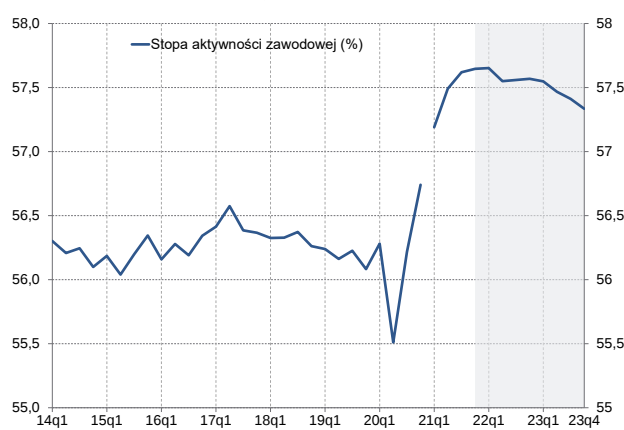
Wykres 4.21 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane do 2020 r. i od 2021 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis 65.

Wykres 4.22 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane do 2020 r. i od 2021 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis 65.

⁶⁶ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2021 r.

zarobkowych. W latach 2022-2023 dynamika wynagrodzeń utrzyma się na podwyższonym poziomie na co złoży się rosnący popyt na pracę przy niskim zasobie osób, które mogłyby podjąć zatrudnienie. Przyjęta przez rząd podwyżka płacy minimalnej w 2022 r. będzie miała przy tym bliski neutralnego wpływ na tempo wzrostu wynagrodzeń w całej gospodarce, ponieważ nie zmienia w istotny sposób relacji najniższego i przeciętnego wynagrodzenia.

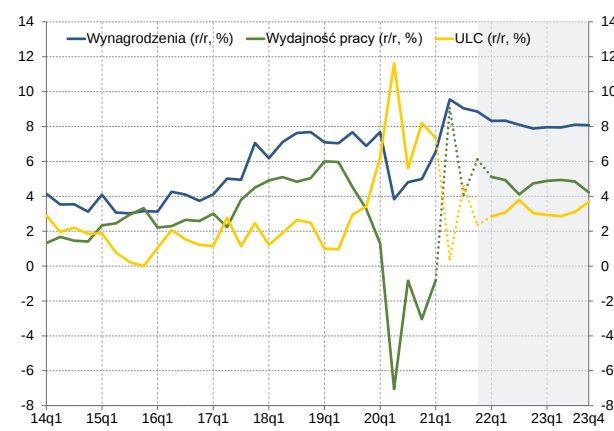
Inflacja CPI

Na początku 2022 r. inflacja CPI utrzyma się na wysokim poziomie, a następnie stopniowo zacznie się obniżać. W I poł. 2023 r., przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym stopie referencyjnej równej 0,5%), dynamika cen konsumpcyjnych powróci przejściowo w pobliże górnego przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. Pod koniec horyzontu projekcji inflacja CPI ponownie wzrośnie (Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26).

Wysoki poziom inflacji w końcu br. jest odzwierciedleniem wysokiej dynamiki cen we wszystkich głównych kategoriach koszyka CPI. Wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych, obserwowany na przestrzeni trzech pierwszych kwartałów 2021 r., przełożył się zarówno na krajowe ceny paliw do prywatnych środków transportu, jak i na wyższe rachunki za gaz dla gospodarstw domowych. W styczniu br. nastąpiła także podwyżka rachunku za energię elektryczną, do czego przyczyniło się objęcie opłatą mocową gospodarstw domowych, podniesienie stawki opłaty OZE oraz wzrost cen uprawnień do emisji CO₂.

Od II kw. br. rośnie dynamika cen żywności, zarówno przetworzonej, jak i nieprzetworzonej. Przyczynia się do tego napięta sytuacja podażowa na rynku mięsa wieprzowego i drobiowego, wynikająca w szczególności z pojawienia się przypadków chorób zwierzęcych (ASF i grypy

Wykres 4.23 Jednostkowe koszty pracy



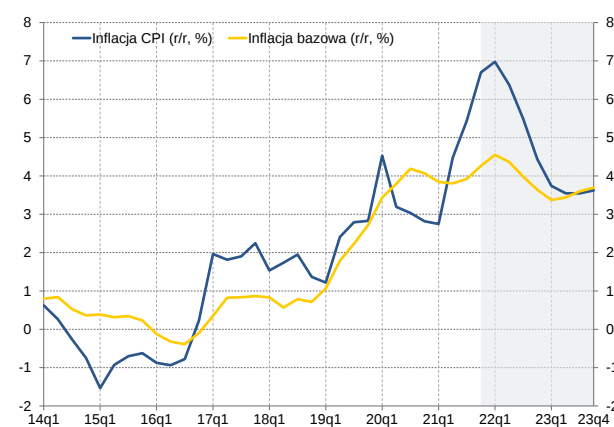
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy (ULC) określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie iloczynu przeciętnego wynagrodzenia i liczby pracujących w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących.

Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców.

Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane dotyczące dynamik r/r jednostkowych kosztów pracy (ULC) i wydajności pracy w 2021 r. należy traktować z ostrożnością – por. przypis 65.

Wykres 4.24 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

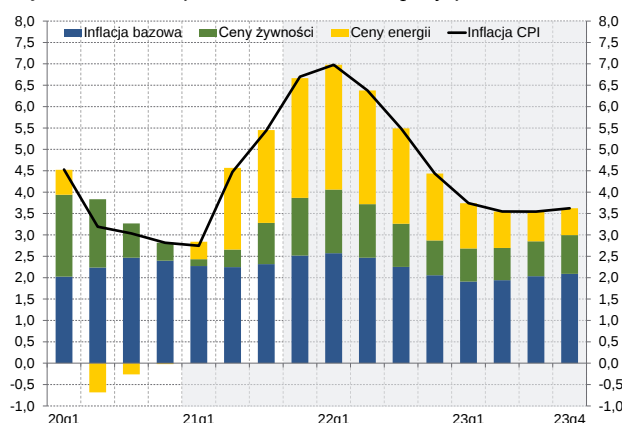
ptaków). W tym samym kierunku oddziałuje również odblokowanie popytu na drób w kraju i za granicą ze strony sektora usług hotelarskich i gastronomicznych (HoReCa). Ponadto, pogorszenie warunków agrometeorologicznych w okresie letnim przyczyniło się do ukształtowania się cen warzyw na istotnie wyższym poziomie niż przed rokiem.

Od połowy br. przyspiesza także inflacja bazowa. Jest to wynikiem wzrostu cen w branżach, głównie usługowych, w których poluzowano restrykcje wprowadzone w okresie pandemii i w których następuje realizacja odłożonego popytu, w szczególności w usługach związanych z wypoczynkiem, restauracyjnych i hotelarskich. Z kolei w tych sektorach gospodarki, w których podwyższony w okresie pandemii popyt stopniowo słabnie, ceny dostosowują się z opóźnieniem. W części branż do wzrostu cen przyczyniają się przy tym rosnące ceny surowców i napięcia w sieciach dostaw. Inflację bazową podnoszą także silne podwyżki cen administrowanych, w tym opłat za gospodarowanie odpadami, choć ich wzrost w 2021 r. jest niższy niż przed rokiem.

Choć inflacja cen konsumenta w 2022 r. pozostanie wysoka w ujęciu średniorocznym, na przestrzeni roku cechować się będzie tendencją spadkową. Do jej obniżenia z obecnego wysokiego poziomu przyczyni się coraz wolniejszy wzrost cen energii oraz, choć w mniejszym stopniu, spadek inflacji bazowej.

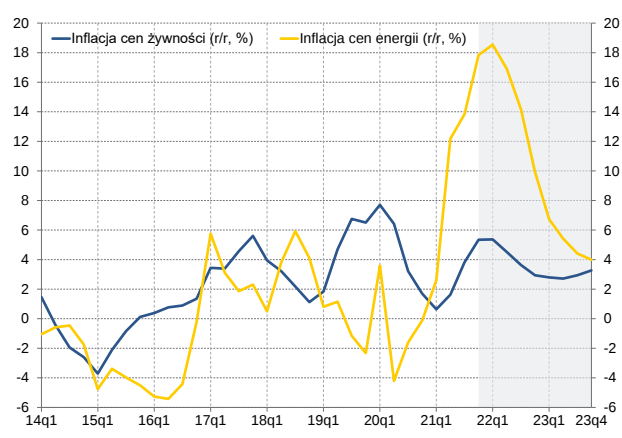
Zgodnie z założeniami przyjętymi w projekcji, w przyszłym roku ceny ropy naftowej na rynkach światowych zaczną się obniżać, co przełoży się na istotnie niższą dynamikę cen paliw. Założono też, że w 2022 r. nastąpi również korekta notowań gazu ziemnego i węgla kamiennego. Jednak ze względu na rozłożony w czasie proces taryfikacji i dostosowanie do wcześniejszych wzrostów cen surowców i uprawnień do emisji CO₂ średnioroczna dynamika cen energii elektrycznej

Wykres 4.25 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.26 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych utrzyma się w 2022 r. na wysokim poziomie.

Obniżenie się inflacji bazowej w 2022 r. wiąże się natomiast z wygasaniem wpływu czynników podwyższających jej poziom w br. Cenowe efekty otwierania kolejnych branż w ramach luzowania obostrzeń w życiu społecznym i gospodarczym (turystyka, hotele, restauracje) będą ustępować, podobnie jak słabnąć będą cenowe skutki wyższych cen surowców i napięć w sieciach dostaw. Oczekuje się również, że w 2022 r. wzrosty opłat za wywóz nieczystości nie będą już tak silne jak w latach poprzednich. Skale spadku inflacji będzie natomiast ograniczać stopniowo zwiększająca się presja popytowa w warunkach utrwalania się wzrostu gospodarczego.

Pomimo założonej kontynuacji obniżek notowań na światowych rynkach surowców energetycznych i żywnościowych w I poł. 2023 r. tendencja spadkowa inflacji CPI ulegnie wyhamowaniu, a pod koniec horyzontu projekcji oczekiwany jest jej ponowny wzrost. Taki kształt ścieżki inflacji będzie się wiązać z oddziaływaniem czynników popytowych powiązanych z dalszą poprawą krajowej koniunktury odzwierciedloną w systematycznym wzroście dodatniej luki popytowej. Jednocześnie koszty przedsiębiorstw będzie zwiększać podwyższona dynamika wynagrodzeń będąca wynikiem dalszego wzrostu popytu na pracę przy jej ograniczonej podaży.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji lipcowej przyczyniły się do podwyższenia prognozowanego tempa wzrostu PKB w bieżącym roku, przy jednoczesnym jego obniżeniu w latach 2022-2023. Prognoza inflacji CPI uległa natomiast wyraźnej rewizji w górę w latach 2021-2022, przy niewielkiej skali korekty w 2023 r. (Tabela 4.2, Wykres 4.27, Wykres 4.28, Wykres 4.29, Wykres 4.30).

Tabela 4.2 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

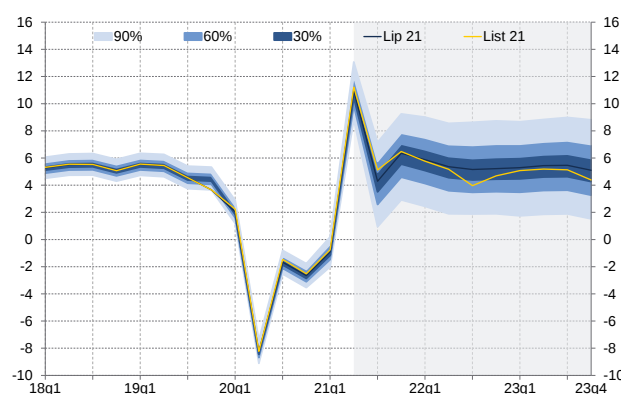
	2021	2022	2023
PKB (r/r, %)			
XI 2021	5,3	4,9	4,9
VII 2021	5,0	5,4	5,3
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2021	4,9	5,8	3,6
VII 2021	4,2	3,3	3,4

Źródło: obliczenia NBP.

Do podwyższenia tempa wzrostu PKB w br. przyczyniła się szybsza od założeń poprzedniej projekcji odbudowa aktywności gospodarczej w Polsce i za granicą w II kw. br. Krajowe wyniki gospodarcze korzystnie kształtowały się również w III kw. br., czemu sprzyjała bardzo dobra sytuacja epidemiczna, umożliwiającą realizację odłożonego popytu przez gospodarstwa domowe. W ostatnich miesiącach nieco wolniej niż zakładano w projekcji lipcowej przebiegało natomiast ożywienie aktywności inwestycyjnej, zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i publicznym. Negatywnie na inwestycje w br. wpływa niższe niż przyjęto w rundzie lipcowej wykorzystanie środków z Instrumentu na Rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności spowodowane opóźnieniem w akceptacji Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską.

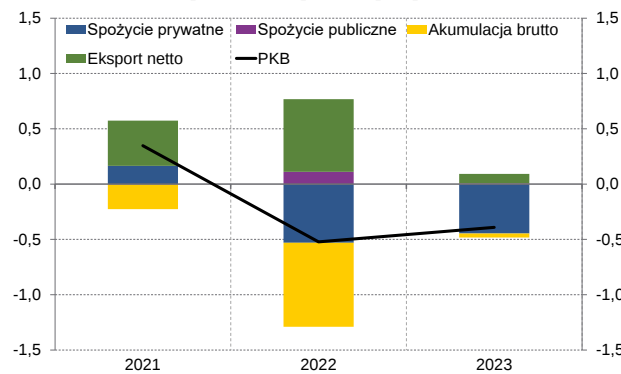
Do obniżenia dynamiki PKB w latach 2022-2023 przyczyni się z kolei niższy wzrost popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Silny wzrost konsumpcji w br., odbywający się kosztem znacznej redukcji stopy oszczędności gospodarstw domowych, ograniczy przestrzeń do utrzymywania tak wysokiej dynamiki tej kategorii w kolejnych latach. Wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych będzie obniżać dodatkowo wyższa niż oczekiwano inflacja, spowodowana w szczególności wyższymi cenami energii. Niższy popyt konsumpcyjny oraz wzrost kosztów spowodowany wyższymi cenami energii wpłyną z kolei negatywnie na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw. Popyt konsumpcyjny i inwestycyjny w większym stopniu niż oczekiwano w poprzedniej projekcji będą ograniczać również napięcia w globalnych sieciach dostaw, prowadzące do opóźnień w produkcji i dystrybucji części towarów. W kierunku obniżenia popytu będzie oddziaływać zacieśnienie polityki pieniężnej odzwierciedlone w podwyżce stopy referencyjnej NBP o 0,40 pkt proc. w październiku br. Negatywny wpływ powyższych uwarunkowań na popyt krajowy, w szczególności na konsumpcję,

Wykres 4.27 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.28 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

będzie łagodzić uwzględnienie w bieżącej projekcji Polskiego Ładu, przyjętego przez Sejm w październiku br., który zmniejsza netto obciążenia podatkowe (por. punkt *Nowe instrumenty polityki fiskalnej*).

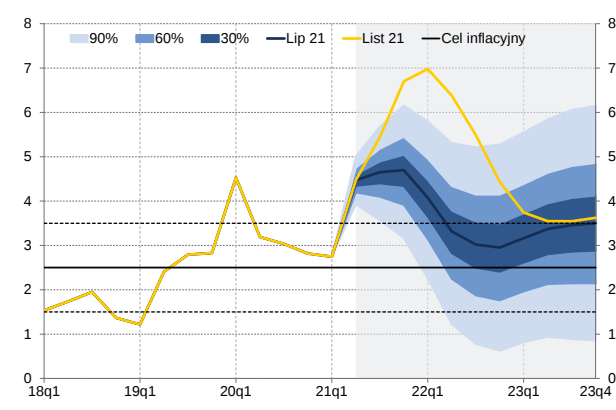
Za podniesienie ścieżki inflacji CPI w latach 2021-2022 względem projekcji lipcowej odpowiada korekta cen energii, a w mniejszej skali – również cen żywności i inflacji bazowej.

Na rewizję tę szczególnie silnie wpłynął wzrost notowań surowców energetycznych. W br. jest to w największym stopniu skutek wyższych notowań cen ropy naftowej, a w konsekwencji cen paliw do prywatnych środków transportu. Z kolei rekordowo wysokie w ostatnich miesiącach poziomy cen gazu ziemnego oraz uprawnień do emisji CO₂ będą miały – ze względu na proces taryfikacji – rozłożone w czasie przełożenie na podwyżki cen gazu i energii elektrycznej dla gospodarstw domowych.

Rosnące ceny energii podnoszą koszty produkcji i dystrybucji również innych towarów i usług konsumpcyjnych. Na wzrost cen gazu i uprawnień do emisji CO₂ podatne są w szczególności ceny żywności, zarówno przetworzonej, jak i nieprzetworzonej, za sprawą rosnących cen nawozów sztucznych. Wysokie ceny i ograniczenia w dostępności nawozów obniżą dodatkowo przyszłoroczne zbiory warzyw i zbóż, przedłużając niekorzystną sytuację podażową na tych rynkach spowodowaną w br. warunkami pogodowymi.

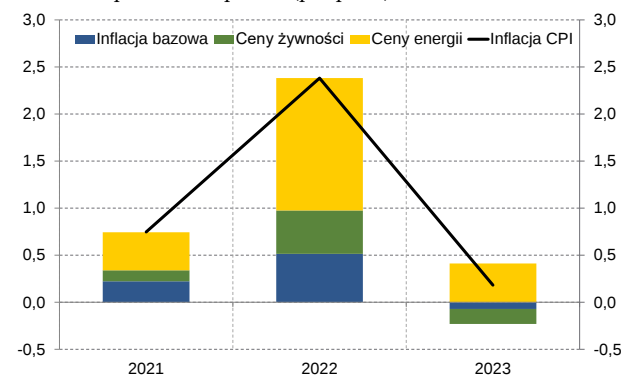
Za wzrost inflacji w 2021 r. odpowiada dodatkowo silniejsza od oczekiwań odbudowa globalnego popytu oraz towarzyszące jej napięcia w globalnych sieciach dostaw. Przyczyniają się one w szczególności do wzrostu cen artykułów wyposażenia mieszkania. Wysoki wzrost cen obserwujemy także w zakresie usług, których świadczenie było do tej pory mocno ograniczone,

Wykres 4.29 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.30 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

jak turystyki zorganizowanej czy transportu lotniczego.

W 2023 r. inflacja CPI powróci do poziomu zbliżonego do ścieżki z projekcji lipcowej. Z jednej strony przyczyni się do tego wolniejszy wzrost popytu krajowego w latach 2022-2023. Z kolei w kierunku wyższej inflacji w 2023 r., bilansując wpływ niższej aktywności gospodarczej będzie natomiast oddziaływał silniejszy wzrost cen energii i żywności związany z rozłożonym w czasie wpływem wyższych od oczekiwań cen surowców energetycznych na rynkach światowych i uprawnień do emisji CO₂.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejsze źródło ryzyka dla aktywności gospodarczej stanowi dalszy przebieg pandemii na świecie. Głównym źródłem ryzyka dla inflacji stała się natomiast niepewność odnośnie do przyszłej ścieżki cen energii wobec sytuacji na rynku surowców energetycznych i planowanych zmian w polityce klimatycznej UE. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się aktywności gospodarczej poniżej ścieżki centralnej projekcji oraz na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI w horyzoncie projekcji (Tabela 4.3).

Ostrzejszy przebieg pandemii na świecie

Głównym źródłem ryzyka dla ścieżki wzrostu gospodarczego jest ostrzejszy przebieg pandemii w Chinach oraz gospodarkach wschodzących o niskim stopniu zaszczepienia populacji. Przyczynić się do niego mogą nowe mutacje koronawirusa, które w porównaniu do obecnych szczepów charakteryzowałyby się silniejszą

Tabela 4.3 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
21q4	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
22q1	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
22q2	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
22q3	0,00	0,01	0,05	0,50	0,05
22q4	0,01	0,07	0,24	0,50	0,23
23q1	0,06	0,19	0,43	0,50	0,37
23q2	0,08	0,24	0,48	0,49	0,40
23q3	0,08	0,24	0,48	0,49	0,40
23q4	0,08	0,23	0,46	0,49	0,38

Źródło: obliczenia NBP.

transmisją lub wzrostem śmiertelności. W przypadku realizacji takiego scenariusza, obowiązująca w krajach azjatyckich rygorystyczna polityka zapobiegania epidemii prowadziłaby do czasowego zamykania fabryk oraz portów, a tym samym silniejszych opóźnień w produkcji i problemów logistycznych w handlu międzynarodowym. W konsekwencji nasiliłyby

się zaburzenia ciągłości globalnych łańcuchów dostaw skutkując wzrostem liczby zaległych zamówień oraz niedoborem części materiałów i półproduktów. Problemy te przyczyniłyby się do obniżenia światowego wzrostu gospodarczego, a jednocześnie do wzrostu cen towarów, wynikającego z ograniczeń podaży w Azji.

Do ograniczenia produkcji w Chinach może się również przyczynić prowadzona przez władze polityka ograniczenia emisji CO₂, a także trudności w zaopatrzeniu w energię i surowce energetyczne. Może to powodować przestoje i obniżenie produkcji negatywnie wpływając na globalne sieci podaży. Dodatkowe ryzyko dla aktywności gospodarczej w tym kraju stanowią narastające problemy na rynku nieruchomości związane z wysokim zadłużeniem firm deweloperskich. Ewentualne załamanie na chińskim rynku nieruchomości, ze względu na znaczny udział tego sektora i powiązanych z nim usług w PKB, mogłoby prowadzić do silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego i niewypłacalności wielu firm. W efekcie kryzys ten przyczyniłby się do spadku w Chinach i częściowo również w innych krajach cen surowców i materiałów wykorzystywanych w sektorze budowlanym.

Negatywnie na globalną aktywność ekonomiczną oddziaływałyby także nasilenie się sporów gospodarczych pomiędzy krajami skutkujące wzrostem barier w handlu światowym, obniżeniem inwestycji zagranicznych oraz spowolnieniem transferu technologii do mniej rozwiniętych gospodarek. Dodatkowo w gospodarkach charakteryzujących się wysokim poziomem zadłużenia mogłoby nastąpić nasilenie problemów z wypłacalnością i stabilnością systemów finansowych

Materializacja powyższych ryzyk przyczyniłaby się do wydłużenia okresu obniżonej aktywności w gospodarce światowej, w tym również w Polsce. W warunkach podwyższonej niepewności

ograniczeniu uległyby inwestycje przedsiębiorstw. Obniżyłaby się również skłonność gospodarstw domowych do wydatkowania nadwyżkowych oszczędności. Osłabienie wzrostu mogłoby pogłębić ewentualne przesunięcie w czasie wypłaty środków z unijnego instrumentu pomocy finansowej *Next Generation EU*, związane z późniejszą akceptacją przez Komisję Europejską polskiego Krajowego Planu Odbudowy.

Ograniczenie pandemii na świecie

Z drugiej strony, możliwe jest znaczne ograniczenie negatywnego wpływu pandemii na globalny wzrost gospodarczy. Takiemu scenariuszowi sprzyjałoby złagodzenie polityki obowiązujących restrykcji, szczególnie w Azji. Mogłoby ono nastąpić gdyby do trwałego pokonania pandemii przyczyniło się przyspieszenie tempa szczepień bądź wprowadzenie do sprzedaży nowego skutecznego leku na koronawirusa. Z pewnym prawdopodobieństwem wirus SARS-CoV-2 może także mutować w kierunku złagodzenia przebiegu zakażeń i stawać się stosunkowo niegroźnym patogenem podobnym do sezonowych wirusów (analogicznie do grypy).

Taki scenariusz prowadziłby do poprawy funkcjonowania globalnych łańcuchów dostaw, zwłaszcza jeżeli nastąpiłby jednoczesny wzrost dostępności materiałów i półproduktów oraz spadek ich cen. W szczególności istotne dla wyeliminowania opóźnień w produkcji i dostawach byłoby przywrócenie niezakłóconej pracy w portach oraz fabrykach w Chinach, co umożliwiłoby też – poprzez zwiększenie importu węgla i innych surowców – ograniczenie skali niedoboru energii w tej gospodarce. Jednocześnie wyraźna poprawa sytuacji epidemicznej na świecie, mogłaby, w warunkach wysokiego poziomu oszczędności gospodarstw domowych, prowadzić do szybszej niż się obecnie oczekuje odbudowy konsumpcji usług, jednocześnie

osłabiając wysoki obecnie popyt na niektóre towary. Zmiany te wpływałyby różnokierunkowo na poziom poszczególnych komponentów koszyka CPI.

Globalnej odbudowie aktywności sprzyjałoby także zwiększenie wsparcia ze strony polityki gospodarczej, na przykład uruchomienie zapowiadanych kolejnych pakietów fiskalnych w Stanach Zjednoczonych, w tym przede wszystkim planu wzmocnienia sieci bezpieczeństwa socjalnego (*American Families Plan*). Dodatkowo w strefie euro może zmaterializować się wyższa ścieżka wzrostu PKB jeżeli prorowthrowostowe oddziaływanie środków z instrumentu *Next Generation EU* będzie silniejsze niż założono. Źródłem szybszego niż w scenariuszu bazowym wzrostu aktywności gospodarczej na świecie mogłoby być również trwalsze przyspieszenie wzrostu produktywności dzięki uruchomionym w wyniku pandemii inwestycjom w cyfryzację i automatyzację oraz zmianom w organizacji pracy.

W Polsce, w warunkach poprawy koniunktury na świecie oraz spadku niepewności, nastroje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw uległyby poprawie. Wzrosłaby skłonność konsumentów do wzrostu wydatków realizowanych dzięki środkom nagromadzonym w okresie zaostrenzonych restrykcji. Szybszy wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wynikający z poprawy koniunktury, przy utrzymaniu założenia o niskim poziomie stóp procentowych, sprzyjałby również zwiększaniu wydatków mieszkaniowych.

Ceny surowców energetycznych oraz wpływ polityki klimatycznej UE

Najważniejsze źródło ryzyka dla ścieżki inflacji stanowi kształtowanie się cen surowców energetycznych, koszt uprawnień do emisji CO₂ oraz nieznana skala wpływu i tempo wdrożenia rozwiązań zaproponowanych przez Komisję

Europejską w programie „Gotowi na 55” (ang. *Fit for 55*).

Ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, w tym ceny ropy naftowej i gazu ziemnego, mogą podlegać istotnym wahaniom nie tylko z powodu zmian popytu, ale również ze względu na działania ograniczające ich podaż podejmowane przez głównych producentów. W przypadku cen gazu ziemnego na podwyższonym poziomie kształtuje się ryzyko geopolityczne związane ze sporami dotyczącymi gazociągu *Nord Stream II*. Dodatkowym elementem niepewności na rynku gazu ziemnego jest zakończenie kontraktu Jamalskiego i planowane uruchomienie *Baltic Pipe* w październiku 2022 r. Ewentualne ograniczenie podaży gazu ziemnego wynikające z opóźnień w oddaniu rurociągu *Baltic Pipe* do eksploatacji prowadzić będzie do istotnego wzrostu kosztu zakupu tego surowca przez Polskę.

Jednocześnie w lipcu br. Komisja Europejska przedstawiła projekt zmian legislacyjnych w ramach programu „Gotowi na 55” mających na celu zwiększenie redukcji emisji gazów cieplarnianych. W sektorach objętych unijnym systemem handlu emisjami (EU ETS) emisja miałaby zostać ograniczona o 61% wobec poziomu z 2005 r. (wcześniej zakładano spadek o 43%), a w sektorach nie objętych systemem EU ETS o 40% (z 29%). Program ten obejmuje wprowadzenie od 2023 r. szybszego ograniczenia liczby uprawnień do emisji CO₂ oraz podniesienie przeciętnego minimalnego opodatkowania paliw. W dalszym horyzoncie proponowane jest dodatkowo wprowadzenie granicznego podatku węglowego oraz włączenie budynków i transportu drogowego do systemu uprawnień do emisji CO₂. Propozycje te będą dopiero negocjowane przez państwa członkowskie UE. Ich uchwalenie w proponowanym kształcie prowadziłoby w 2023 r. i kolejnych latach do wyższych krajowych cen energii (w tym energii elektrycznej i paliw), jak

również do szybszego wzrostu cen pozostałych komponentów CPI w ślad za wzrostem kosztów przedsiębiorstw. Pomimo że zmiany te miałyby obowiązywać od 2023 r., mogą z wyprzedzeniem wpływać na wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ w wyniku wcześniejszych zakupów tych uprawnień.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2020				2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	5,4	6,7	7,0	6,4	5,5	4,4	3,7	3,5	3,5	3,6	3,4	4,9	5,8	3,6
Wskaźnik cen inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	3,4	3,8	4,2	4,1	3,8	3,8	3,9	4,3	4,6	4,4	4,0	3,6	3,4	3,4	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	3,5
Ceny żywności (% r/r)	7,7	6,4	3,2	1,7	0,6	1,6	3,8	5,3	5,4	4,5	3,6	2,9	2,8	2,7	2,9	3,3	4,7	2,8	4,1	2,9
Ceny energii (% r/r)	3,6	-4,2	-1,6	-0,1	2,6	12,2	13,8	17,8	18,5	16,9	14,2	9,9	6,7	5,4	4,4	4,0	-0,6	11,8	14,8	5,1
PKB (% r/r)	2,2	-8,2	-1,5	-2,5	-0,8	11,2	5,1	6,5	5,8	5,2	4,0	4,7	5,1	5,2	5,1	4,4	-2,5	5,3	4,9	4,9
Popyt krajowy (% r/r)	1,3	-9,1	-2,6	-2,9	0,3	12,4	7,9	8,3	7,3	6,9	4,4	5,5	5,8	6,2	6,4	5,4	-3,4	7,0	6,0	6,0
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	1,2	-10,6	0,3	-3,1	0,1	13,1	4,1	8,4	7,0	6,7	3,1	4,4	4,9	5,1	5,2	4,9	-3,0	6,1	5,3	5,0
Spożycie publiczne (% r/r)	3,2	4,3	3,3	8,1	1,6	3,0	3,6	3,0	6,4	4,2	4,3	2,8	4,4	4,9	4,7	4,1	4,9	2,9	4,4	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	2,5	-8,8	-7,2	-15,4	1,7	5,6	7,6	11,5	2,3	11,5	10,7	10,7	7,5	9,1	10,0	5,7	-9,0	6,2	8,7	8,0
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	1,0	0,4	1,1	0,2	-1,1	-0,3	-2,3	-1,3	-1,1	-1,3	-0,2	-0,6	-0,5	-0,8	-1,0	-0,8	0,6	-1,2	-0,8	-0,8
Eksport (% r/r)	3,2	-13,5	2,4	8,1	7,3	29,2	8,2	6,6	7,6	10,6	11,8	13,0	10,8	8,8	6,6	5,2	0,1	12,0	10,8	7,8
Import (% r/r)	1,6	-15,6	0,5	8,5	10,3	34,5	13,8	9,8	10,5	14,2	13,2	15,2	12,5	10,7	8,8	6,9	-1,2	16,1	13,3	9,6
Wynagrodzenia (% r/r)	7,7	3,8	4,8	5,0	6,6	9,6	9,0	8,9	8,3	8,3	8,1	7,9	8,0	7,9	8,1	8,1	5,3	8,4	8,2	8,0
Pracujący* (% r/r)	0,9	-1,3	-0,6	0,5	0,0	2,0	1,0	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-0,1	0,8	0,2	0,2
Stopa bezrobocia* (%)	3,1	3,3	3,1	3,1	3,8	3,7	3,4	3,3	3,4	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	3,1	3,5	3,3	2,9
NAWRU (%)	3,7	4,5	4,5	4,5	5,1	5,1	5,0	4,9	4,8	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4,3	5,0	4,6	4,2
Stopa aktywności zawodowej* (%)	56,3	55,5	56,2	56,7	57,2	57,5	57,6	57,6	57,7	57,5	57,6	57,6	57,5	57,5	57,4	57,3	56,2	57,5	57,6	57,4
Wydajność pracy* (% r/r)	1,3	-7,0	-0,8	-3,0	-0,8	9,1	4,1	6,1	5,1	4,9	4,1	4,7	4,9	4,9	4,8	4,2	-2,4	4,6	4,7	4,7
Jednostkowe koszty pracy* (% r/r)	6,2	11,6	5,6	8,2	7,3	0,4	4,6	2,4	2,8	3,1	3,8	3,0	2,9	2,9	3,1	3,7	7,9	3,5	3,2	3,2
Produkt potencjalny (% r/r)	4,0	1,1	1,5	0,9	0,7	3,5	3,1	3,5	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2	4,1	3,8	3,6	1,9	2,7	4,0	3,9
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	0,8	-7,0	-1,0	-2,1	-0,7	-0,2	1,0	0,7	1,1	1,0	1,0	1,2	1,9	2,1	2,3	2,0	-2,3	0,2	1,1	2,1
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,96	0,89	0,86	0,87	0,92	0,99	1,02	1,07	1,08	1,08	1,05	1,02	1,01	1,02	1,00	0,98	0,90	1,00	1,05	1,00
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,51	0,36	0,41	0,51	0,66	0,84	1,16	1,70	1,65	1,25	1,11	0,98	0,95	0,92	0,88	0,85	0,45	1,09	1,25	0,90
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	2,2	3,1	2,0	2,3	2,1	0,8	1,3	1,3	1,2	1,4	1,6	1,6	1,2	1,2	1,3	1,5	2,4	1,4	1,5	1,3
PKB za granicą (% r/r)	-2,4	-14,3	-4,4	-4,3	-1,9	14,3	3,6	4,6	6,0	4,3	3,4	3,0	2,8	2,6	2,2	1,9	-6,3	4,9	4,2	2,4
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	1,0	2,0	2,6	2,9	2,7	1,7	0,7	-0,3	-1,1	-1,6	-1,6	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	2,9	-0,3	-1,5	-1,8
WIBOR 3M (%)	1,62	0,58	0,24	0,22	0,21	0,21	0,22	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,66	0,33	0,69	0,69

Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

Dla większości zmiennych wartości do III kw. 2021 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane. Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. *Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane do 2020 r. i od 2021 r. dotyczące liczby pracujących, jednostkowych kosztów pracy, wydajności pracy, stopy bezrobocia oraz stopy aktywności zawodowej nie są w pełni porównywalne – por. przypis 65.

W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2021 r.⁶⁷

■ Data: 5 maja 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała Nr 3/2021 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2020.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: K. Zubelewicz

■ Data: 5 maja 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała Nr 4/2021 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2020.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: K. Zubelewicz

⁶⁷ Rozdział nie zawiera wyników głosowania nad uchwałą nr 8/2021 z dnia 08.09.2021 r., które nie zostały jeszcze opublikowane w Monitorze Sądowym i Gospodarczym. Wyniki tego głosowania zostaną zamieszczone w kolejnym *Raporcie o inflacji*.

■ Data: 5 maja 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała Nr 5/2021 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2020 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 9 czerwca 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała Nr 6/2021 w sprawie zatwierdzenia zaktualizowanego planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2021.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 9 czerwca 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała Nr 1/DRF/2021 w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdania finansowe Narodowego Banku Polskiego za lata 2021 i 2022.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 9 czerwca 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 15 p.b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 9 czerwca 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała Nr 7/2021 zmieniająca uchwałę w sprawie regulaminu Rady Polityki Pieniężnej.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: K. Zubelewicz

■ Data: 8 lipca 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej do 3,5%, przy zachowaniu zerowej stopy rezerwy obowiązkowej od depozytów powyżej 2 lat.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Gatnar
Ł. J. Hardt
K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

■ Data: 8 lipca 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej z 0,10% do 0,01%.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	E. Gatnar Ł. J. Hardt J. J. Kropiwnicki K. Zubelewicz	Przeciw:	A. Glapiński G. M. Ancyparowicz C. Kochalski E. M. Łon R. Sura J. Żyżyński
------------	--	-----------------	---

■ Data: 8 lipca 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 15 p.b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	E. Gatnar Ł. J. Hardt K. Zubelewicz	Przeciw:	A. Glapiński G. M. Ancyparowicz C. Kochalski J. J. Kropiwnicki E. M. Łon R. Sura J. Żyżyński
------------	---	-----------------	--

■ Data: 8 września 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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 1,00%.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

■ Data: 8 września 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 15 p.b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Gatnar
Ł. J. Hardt
K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

www.nbp.pl

