

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 marca 2021 r.

W trakcie dyskusji członkowie Rady wskazywali, że nasilenie pandemii COVID-19 i związane z tym restrykcje epidemiczne oddziaływały negatywnie na aktywność w gospodarce światowej w IV kw. ub.r. oraz na początku br. Zwracano uwagę, że strefa euro w IV kw. ponownie znalazła się w recesji. Zaznaczano, że dostępne informacje dotyczące sytuacji gospodarczej na początku br. wskazują na utrzymywanie się dekoniunktury w sektorze usług, przy dalszym wzroście produkcji przemysłowej. Podkreślano przy tym, że negatywny wpływ osłabionej aktywności w usługach na łączną koniunkturę jest na tyle istotny, że w I kw. br. prawdopodobnie nastąpi ponowny spadek PKB w ujęciu kwartalnym. Większość członków Rady podkreślała ponadto, że – nawet przy założeniu poprawy sytuacji epidemicznej w II połowie bieżącego roku – prognozy wskazują na jedynie umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w całym 2021 r.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja w gospodarce światowej – mimo pewnego jej wzrostu w części krajów w styczniu – kształtowała się na niskim poziomie. Większość członków Rady zaznaczała, że w styczniu i lutym inflacja w strefie euro wzrosła, ale nastąpiło to po półrocznym okresie deflacji, a wzrost dynamiki cen wynikał w dużej mierze z czynników regulacyjnych, w tym podwyższenia stawek VAT w Niemczech (przejściowo obniżonych w II połowie 2020 r.). W ostatnich miesiącach w kierunku wyższej inflacji oddziaływał wzrost cen surowców na rynkach światowych, w tym w szczególności wzrost cen ropy naftowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że rosnące ceny tego surowca odzwierciedlały optymistyczną ocenę perspektyw globalnego popytu przez inwestorów, wspieraną przez postępujący proces szczepień przeciw COVID-19 oraz silnie ekspansywną politykę gospodarczą w wielu krajach. Wskazywali oni, że w kierunku wzrostu cen ropy oddziaływała także realizowana przez kraje zrzeszone w ramach OPEC+ polityka ograniczania produkcji tego surowca oraz przejściowo zwiększony popyt na ropę wynikający z niekorzystnych warunków meteorologicznych w Europie oraz na niektórych obszarach Stanów Zjednoczonych. Niektórzy członkowie Rady przewidywali, że w najbliższym czasie prawdopodobny jest dalszy wzrost cen ropy naftowej.

Członkowie Rady podkreślali, że główne banki centralne kontynuują silnie ekspansywną politykę pieniężną, w tym utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów. Większość członków Rady zwracała uwagę, że EBC zapowiedział kontynuację wsparcia monetarnego także po zakończeniu pandemii i kryzysu gospodarczego. EBC komunikuje także, że nie będzie dostosowywał swojej polityki pieniężnej w reakcji na obecny, przejściowy wzrost inflacji. Również Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podtrzymuje sygnały prowadzenia akomodacyjnej polityki pieniężnej do czasu osiągnięcia widocznego postępu w realizacji jej celów.

Odnosząc się do polskiej gospodarki, wskazywano, że wstępne dane o rachunkach narodowych za IV kw. ub.r. potwierdziły spadek PKB w tym okresie. W kierunku obniżenia

aktywności oddziaływał spadek konsumpcji oraz niższe niż rok wcześniej inwestycje. Skala spadku PKB była natomiast ograniczana przez pozytywny wpływ eksportu netto.

Większość członków Rady oceniała że na początku 2021 r. koniunktura w Polsce pozostawała osłabiona, przy zróżnicowanej sytuacji między branżami. Zaznaczano, że napływające dane wskazują na utrzymującą się relatywnie dobrą sytuację w przemyśle, szczególnie w sektorach zorientowanych na eksport. Jednocześnie podkreślano, że dynamika produkcji przemysłowej w styczniu obniżyła się, a produkcja zorientowana na rynek krajowy rosła wyraźnie wolniej niż produkcja eksportowa. Oceniano, że wraz ze spadkiem sprzedaży detalicznej sugeruje to osłabienie popytu krajowego, ograniczanego przez obowiązujące restrykcje. Wskazywano, że towarzyszył temu spadek produkcji budowlano-montażowej w styczniu.

Członkowie Rady oceniali, że sytuacja na rynku pracy pozostaje korzystna. Zaznaczano jednak, że w styczniu doszło do pewnego jej pogorszenia, na co wskazuje spadek przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w tym okresie.

Członkowie Rady zaznaczali, że w bieżącym roku oczekiwany jest wzrost aktywności gospodarczej, choć skala i tempo ożywienia obarczone są niepewnością. Głównym źródłem niepewności pozostaje dalszy przebieg pandemii i jej wpływ na koniunkturę w kraju i za granicą. Zaznaczano, że według marcowej projekcji NBP, po spadku PKB w I kw., w kolejnych kwartałach notowany będzie wzrost aktywności gospodarczej wspieranej przez rosnący eksport i umacniający się popyt wewnętrzny. Zaznaczano, że pozytywnie na koniunkturę będą nadal wpływały dotychczasowe działania ze strony polityki gospodarczej, w tym zrealizowane poluzowanie polityki pieniężnej NBP, a także przewidywane ożywienie w gospodarce światowej. W kolejnym roku wzrost PKB będzie dodatkowo wspierany przez napływ funduszy z Unii Europejskiej, a dynamika wzrostu gospodarczego będzie – zgodnie z marcową projekcją NBP – wyższa niż w 2021 r.

Większość członków Rady oceniała, że ryzyko dla realizacji prognozowanego scenariusza wzrostu PKB jest obecnie wysokie. Podkreślali oni, że tempo poprawy krajowej koniunktury będzie zależało nie tylko od dalszego przebiegu pandemii, ale także od reakcji podmiotów gospodarczych – w szczególności w zakresie oszczędności i inwestycji – na normalizację sytuacji epidemiologicznej. Ponadto członkowie ci zaznaczali, że tempo ożywienia gospodarczego w kraju może być ograniczane przez brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP.

Omawiając procesy cenowe, członkowie Rady wskazywali, że inflacja w styczniu – według wstępnego szacunku GUS – wyniosła 2,7% r/r. Zaznaczano, że nieznaczny wzrost dynamiki cen wobec grudnia 2020 r. wynikał niemal w całości z szybszego wzrostu cen energii, związanego ze wzrostem administrowanych taryf za energię elektryczną oraz wyższych cen ropy naftowej na świecie. Podkreślano, że czynniki te miały charakter negatywnych szoków podażowych i były niezależne od krajowej polityki pieniężnej.

Członkowie Rady wskazywali, że w kolejnych miesiącach – gdy dynamikę cen podwyższą efekty bazy na cenach paliw oraz obecny wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych – inflacja może wzrosnąć. Większość członków Rady zwracała uwagę, że w

całym 2021 r. w kierunku wzrostu dynamiki cen oddziaływać będą nadal czynniki regulacyjne, w tym podwyżki cen energii elektrycznej oraz cen wywozu śmieci. Członkowie ci podkreślali także, że czynniki te znajdują się poza bezpośrednią kontrolą polityki pieniężnej. Zaznaczali oni także, że w 2021 r. – mimo oczekiwanej poprawy koniunktury – utrzyma się ujemna luka popytowa, co będzie ograniczało wzrost inflacji.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w kolejnych latach zaznaczano, że są one obciążone znaczną niepewnością. Wskazywano, że zgodnie z centralną ścieżką marcowej projekcji inflacja w 2022 r. ma być nieco niższa niż w roku bieżącym i wynieść 2,8%, natomiast w 2023 r. – wraz ze stopniowym przekładaniem się wcześniejszego ożywienia aktywności gospodarczej na ceny – może wzrosnąć do 3,2%.

Większość członków Rady wskazywała, że w przypadku niekorzystnego rozwoju sytuacji epidemicznej ożywienie koniunktury może nastąpić później niż się obecnie oczekuje, co odsunie w czasie także przewidywany wzrost presji popytowej. Jednocześnie członkowie ci wyrażali opinię, że wraz z odbudową koniunktury i wygasaniem skutków pandemii ponownie pojawią się czynniki, które we wcześniejszych latach oddziaływały w kierunku obniżenia dynamiki cen, w tym coraz silniejsza globalizacja usług oraz nasilająca się konkurencja w gospodarce światowej. Zdaniem większości członków Rady inflację może dodatkowo ograniczać wywołany kryzysem pandemicznym wzrost stopnia automatyzacji i digitalizacji produkcji dóbr i części usług.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja może być wyższa od prognoz, m.in. w związku z realizacją odłożonego popytu po zniesieniu obowiązujących restrykcji. Niektórzy członkowie Rady argumentowali także, że w kierunku wyższej dynamiki cen oddziaływać mogą ograniczenia po stronie podaży surowców i materiałów przy rosnącym wraz z ożywieniem gospodarczym popytem na półprodukty. Członkowie ci oceniali również, że zmiany w globalnych łańcuchach dostaw mogą mieć trwały charakter i – w związku z tym – ich funkcjonowanie po pandemii nie będzie czynnikiem ograniczającym dynamikę cen.

Członkowie Rady oceniali, że podjęte dotychczas przez NBP działania nakierowane na ograniczenie kosztów gospodarczych pandemii były skuteczne. Zwracali oni uwagę na relatywnie korzystne dane o PKB za 2020 r., według których spadek produktu krajowego był w Polsce ponad dwa razy mniejszy niż średnio w krajach UE. Podkreślali również, iż mimo znacznej skali szoku sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, na co wskazuje utrzymanie się niskiej stopy bezrobocia oraz nadal relatywnie szybki wzrost płac, także w ujęciu realnym. Zaznaczali ponadto, że o dość korzystnej sytuacji finansowej polskich firm i gospodarstw domowych świadczy istotny wzrost środków utrzymywanych przez te podmioty na rachunkach bankowych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP.

Większość członków Rady oceniała, że jeżeli w bieżącym roku nastąpi ożywienie aktywności gospodarczej, a dynamika cen w średnim okresie będzie zgodna z celem inflacyjnym, to wskazane będzie utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym

poziomie także w kolejnych kwartałach. Jednocześnie w opinii tych członków Rady w sytuacji gdyby doszło do wyraźnego pogorszenia koniunktury i jej perspektyw – np. w następstwie ponownego nasilenia się pandemii – uzasadnione mogłoby być dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, w tym poprzez obniżenie stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że gdyby pojawiła się potrzeba dalszego łagodzenia warunków monetarnych, nie byłoby wskazane dalsze obniżanie stóp procentowych NBP, a raczej należałoby wprowadzić dodatkowe działania nakierowane na wspieranie akcji kredytowej dla podmiotów gospodarczych. Członkowie ci uważali również że NBP powinien w większym stopniu oddziaływać na dłuższy koniec krzywej dochodowości tak aby zwiększyć skuteczność polityki pieniężnej w ograniczaniu wzrostu rentowności obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że jeżeli nastąpi wyraźne nasilenie presji inflacyjnej w kolejnych kwartałach, to być może zasadne będzie rozważenie podniesienia stóp procentowych NBP w II połowie br. Jednocześnie większość członków Rady podkreślała, że doświadczenia innych banków centralnych wskazują na silne, negatywne skutki gospodarcze zbyt szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Wskazywano, że polityka pieniężna NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera aktywność gospodarczą oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym ze średniookresowym celem inflacyjnym NBP. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

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

Data publikacji: 9 kwietnia 2021 r.