

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 kwietnia 2021 r.

W trakcie dyskusji członkowie Rady wskazywali, że nasilenie się pandemii COVID-19, w tym rozprzestrzenianie się nowych wariantów wirusa, przekładało się w ostatnim okresie w wielu gospodarkach na zaostrzenie stosowanych restrykcji, a przez to negatywnie oddziaływało na nastroje w gospodarce, choć wpływ ten był słabszy niż przy poprzednich falach pandemii. Dotyczy to w szczególności krajów europejskich, przy nieco lepszej sytuacji w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, gdzie proces szczepień jest bardziej zaawansowany.

Oceniano, że nasilenie się pandemii opóźnia oczekiwane ożywienie w gospodarce światowej, mimo że kolejne fale zachorowań mają ograniczony wpływ na aktywność w przemyśle. Część członków Rady podkreślała, że w nieco dłuższej perspektywie koniunktura w przemyśle może zależeć od długości utrzymywania zaostrzonych obostrzeń i ich skali oraz od eliminacji pojawiających się obecnie problemów w zaopatrzeniu w niektóre materiały i komponenty. W tym kontekście zwracano również uwagę na utrzymywanie się dekonunktury w sektorze usług, zwłaszcza wobec ponownego ograniczenia możliwości przemieszczania się oraz zamknięcia części branż w wielu krajach. Uwzględniając rolę usług w tworzeniu PKB, dekonunktura w tym sektorze przekłada się na wciąż słabą aktywność ekonomiczną w Europie. Wskazywano przy tym, że sama niepewność dotycząca dalszego rozwoju sytuacji jest czynnikiem ograniczającym inwestycje i konsumpcję.

Omawiając koniunkturę w strefie euro członkowie Rady zaznaczali, że wyższej aktywności w sektorze przemysłowym towarzyszy wciąż niska aktywność w usługach i handlu detalicznym. Członkowie Rady oceniali, że krótkoterminowe perspektywy aktywności w strefie euro nieco się pogorszyły, gdyż obecnie oczekuje się, że restrykcje będą znoszone wolniej, a poprawa koniunktury w usługach nastąpi później w porównaniu z projekcją marcową. Członkowie Rady zaznaczali, że w II kw. br. wpływ pandemii na europejskie gospodarki może zostać złagodzony przez oczekiwane przyspieszenie procesu szczepień, o ile szczepionki będą skuteczne również wobec nowych mutacji wirusa. Odnosząc się natomiast do sytuacji w Stanach Zjednoczonych zaznaczano, że przyjęcie nowego pakietu fiskalnego przez amerykańską administrację, poprawa sytuacji epidemicznej i szybkie tempo szczepień w tym kraju wpłynęły na podwyższenie prognoz wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych.

Członkowie Rady wskazywali, że ceny wielu surowców, w tym ropy naftowej, są obecnie wyraźnie wyższe niż przed rokiem, co oddziałuje w kierunku wzrostu inflacji w gospodarce światowej. Zwracano uwagę, że do wyższej inflacji przyczynia się także wzrost kosztów transportu morskiego oraz niedobory podaży na niektórych rynkach. Większość członków Rady podkreślała jednocześnie, że prognozy ośrodków zewnętrznych wskazują na jedynie przejściowy wzrost inflacji w 2021 r., gdyż dynamika cen w kolejnym roku będzie tłumiona przez utrzymującą się ujemną lukę popytową i wolne tempo wzrostu płac, w

szczegółności w strefie euro, gdzie – według prognoz – ma utrzymywać się podwyższona stopa bezrobocia.

W tym kontekście wskazywano, że ze względu na wciąż osłabioną koniunkturę oraz niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostaje silnie akomodacyjna. W szczególności banki te utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów, a także sygnalizują utrzymywanie luźnej polityki pieniężnej w przyszłości. EBC na posiedzeniu w marcu zapowiedział przyspieszenie skupu aktywów, reagując na obserwowany wzrost rentowności obligacji. Również Fed utrzymuje silnie ekspansywną politykę pieniężną.

Odnosząc się do sytuacji w polskiej gospodarce, wskazywano, że – podobnie jak w wielu innych krajach – w marcu nastąpiło pogorszenie sytuacji epidemicznej oraz zaostrzenie restrykcji sanitarnych. Członkowie Rady zaznaczali, że dane o wysokiej częstotliwości wskazują, że wpływ sytuacji epidemicznej na gospodarkę jest jednak istotnie mniejszy niż wcześniej, choć prognozy PKB w I kw. br. nadal sugerują jego spadek w ujęciu rocznym. Zaznaczano, że aktywność w części sektorów w pierwszych miesiącach roku była silnie uzależniona od obowiązujących obostrzeń, co przekładało się na znaczące ograniczenie działalności części usług, przy dalszym wzroście produkcji przemysłowej, wspieranym zwłaszcza przez działy z wysokim udziałem eksportu. Podkreślano jednocześnie, że w ostatnim okresie pogłębił się spadek produkcji budowlano-montażowej, a roczna dynamika sprzedaży detalicznej – pomimo pewnej poprawy nastrojów konsumentów – pozostała w lutym ujemna. Zwracano ponadto uwagę, że towarzyszył temu wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu miesięcznym oraz obniżenie się rocznej dynamiki przeciętnych wynagrodzeń w tym sektorze.

Członkowie Rady zaznaczali, że w następnych miesiącach oczekiwana jest odbudowa aktywności gospodarczej, przy czym, że ze względu na efekt niskiej bazy z marca 2020 r. kiedy to wybuch epidemii przełożył się na załamanie aktywności gospodarczej, dane za marzec br. mogą wskazywać na silny wzrost rocznej dynamiki wielu kategorii makroekonomicznych. Biorąc pod uwagę kolejne kwartały, scenariusz dalszego ożywienia w II połowie 2021 r. w dużym stopniu zależy od zakładanego tempa znoszenia obostrzeń, a to z kolei uzależnione jest od przebiegu pandemii oraz postępu w procesie szczepień. Zdaniem Rady dalszy przebieg pandemii i jej wpływ na koniunkturę w kraju i za granicą pozostają głównym źródłem niepewności jeżeli chodzi o skalę i tempo poprawy koniunktury. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że pozytywnie na krajową koniunkturę wpływać będą działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP dokonane w ub.r., a także przewidywane ożywienie w gospodarce światowej. Ich zdaniem tempo ożywienia gospodarczego w kraju będzie także uzależnione od dalszego kształtowania się kursu złotego.

Omawiając procesy cenowe, członkowie Rady wskazywali, że inflacja w marcu wzrosła do 3,2% r/r. Zaznaczano, że do wyższej inflacji przyczynił się przede wszystkim dalszy wzrost cen paliw związany ze wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych. Jednocześnie podkreślono, że roczny wskaźnik inflacji jest podwyższany przez wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku br. oraz wcześniejsze podwyżki opłat za

wywóz śmieci, a więc czynniki niezależne od krajowej polityki pieniężnej. Zwracano ponadto uwagę na fakt, że w kierunku wyższej inflacji oddziałuje także nadal wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach pandemii, w tym wzrost kosztów transportu i przejściowe zakłócenia w globalnych sieciach dostaw.

Analizując krótkoterminowe perspektywy inflacji, członkowie Rady zaznaczali, że statystyczne efekty bazy dotyczące kształtowania się cen paliw, a także oczekiwany dalszy wzrost opłat za wywóz śmieci przyczynią się prawdopodobnie do dalszego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji w najbliższych miesiącach, który może przekroczyć górną granicę odchyień od celu. Część członków Rady podkreślała przy tym, że czynniki, które przejściowo podbijają obecnie inflację mają w znacznym stopniu charakter negatywnych szoków podaźowych, na które krajowa polityka pieniężna nie ma wpływu. Zdaniem tych członków Rady – wobec wciąż ujemnej luki popytowej – nie występuje obecnie nadmierna presja popytowa w całej gospodarce, a dostępne prognozy wskazują na obniżenie się inflacji w 2022 r. do poziomu zbliżonego do 2,5%. Członkowie ci wskazywali, że również w innych krajach należy się spodziewać wzrostu inflacji w najbliższym czasie.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że głównie polityka klimatyczna Unii Europejskiej, powodująca m.in. istotny wzrost cen uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>, może przełożyć się na wyższe ceny energii również w 2022 r., a przez to mieć bardziej trwałe wpływy na kształtowanie się wskaźnika CPI w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na ograniczenia podaźowe w zakresie surowców i dóbr pośrednich, które oddziałują w kierunku wzrostu cen części produktów, a także na raportowanie przez większość ankietowanych przez NBP przedsiębiorstw presji płacowej, co – ich zdaniem – również może okazać się zjawiskiem podwyższającym inflację w nieco dłuższej perspektywie. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Większość członków Rady oceniała jednak, że w miarę postępu procesu szczepień i stopniowego ograniczania skali pandemii wygasać będzie wpływ na inflację globalnych i krajowych czynników podaźowych podwyższających obecnie koszty działania firm. Podkreślali oni również, że jak dotychczas dynamika płac jest niższa niż przed wybuchem pandemii, co także będzie oddziaływać ograniczająco na inflację.

Członkowie Rady oceniali, że podjęte przez NBP działania nakierowane na ograniczenie kosztów gospodarczych pandemii były skuteczne i wraz z antykryzysowymi działaniami w zakresie polityki fiskalnej, które zostały wsparte przez poluzowanie polityki pieniężnej, złagodziły wpływ pandemii na polską gospodarkę. Dyskutując na temat polityki pieniężnej członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować skup obligacji w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku.

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. Ich zdaniem zacieśnienie warunków monetarnych w reakcji na przejściowy wzrost inflacji wywołany w znacznej mierze przez negatywne szoki podaźowe pozostające poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej, nie ograniczyłoby

dynamiki cen w 2021 r. natomiast przełożyłoby się na zahamowanie procesu odbudowy aktywności gospodarczej po jej silnym spadku w wyniku pandemii. 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 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 z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

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 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: 7 maja 2021 r.