

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2021 r.

Raport o inflacji



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 Ekonomicznych Narodowego Banku Polskiego (NBP). Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz 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 24 lutego 2021 r. oraz dane o PKB w Polsce opublikowane 26 lutego br.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	13
1.3 Światowe rynki surowców	14
1.4 Polityka pieniężna za granicą	16
1.5 Światowe rynki finansowe	18
2. Gospodarka krajowa	21
2.1 Ceny dóbr i usług	21
2.2 Popyt i produkcja	23
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	33
2.4 Rynek pracy	35
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	38
2.6 Pieniądz i kredyt	41
2.7 Bilans płatniczy	43
3. Polityka pieniężna w okresie październik 2020 r. – marzec 2021 r.	45
4. Projekcja inflacji i PKB	61
4.1 Synteza	62
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	63
4.3 Gospodarka polska w latach 2021-2023	66
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	76
4.5 Źródła niepewności projekcji	77
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie wrzesień 2020 – styczeń 2021 r.	83

Synteza

Choć pandemia COVID-19 najsilniej ograniczyła aktywność gospodarczą na świecie w II kw. ub.r., to w II połowie 2020 r. sytuacja epidemiczna nadal istotnie oddziaływała na globalną koniunkturę. Po wyraźnym wzroście PKB w gospodarce światowej w III kw. 2020 r. w ujęciu kwartalnym, w kolejnych miesiącach tempo poprawy aktywności osłabło, a w części gospodarek nastąpił ponowny spadek PKB. Przyczyniło się do tego pogorszenie sytuacji epidemicznej i zaostrzenie restrykcji sanitarnych w części krajów, w tym przede wszystkim w Europie. Jednocześnie sytuacja w poszczególnych sektorach gospodarki i krajach była zróżnicowana. Relatywnie odporna na wpływ epidemii w ostatnich miesiącach ub.r. była koniunktura w przemyśle oraz handlu międzynarodowym. Z kolei sytuacja w sektorze usług pozostawała niekorzystna. Wobec ponownego osłabienia aktywności gospodarczej w wielu krajach zwiększano fiskalne pakiety antykryzysowe i jednocześnie kontynuowano luzowanie polityki pieniężnej.

Inflacja na świecie pozostaje niska. W grudniu 2020 r. dynamika cen konsumpcyjnych w gospodarce światowej wyniosła 1,1% r/r, tj. kształtowała się o ponad 1,5 pkt proc. poniżej poziomu obserwowanego rok wcześniej. W wielu gospodarkach również inflacja bazowa utrzymywała się poniżej poziomów notowanych przed pandemią. W strefie euro przez większość II połowy 2020 r. utrzymywała się deflacja, do czego przyczyniała się ujemna dynamika cen energii, części towarów oraz niektórych usług, a więc kategorii szczególnie narażonych na skutki restrykcji związanych z pandemią. W styczniu br. inflacja w strefie euro wzrosła do 0,9% r/r, co wynikało m.in. z podniesienia podatku VAT w Niemczech po jego tymczasowej obniżce oraz ze wzrostu dynamiki cen energii. W Stanach Zjednoczonych inflacja pozostawała poniżej poziomów sprzed pandemii i w styczniu 2021 r. wyniosła 1,4% r/r.

W II połowie 2020 r. i na początku 2021 r. ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych stopniowo rosły, po wcześniejszym silnym spadku. W szczególności ceny ropy naftowej w lutym 2021 r. znajdowały się na poziomie wyższym niż przed rokiem. Do ich wzrostu przyczyniły się przede wszystkim oczekiwania dotyczące ożywienia globalnej aktywności gospodarczej związane z rozpoczęciem procesu szczepień przeciwko koronawirusowi. Dodatkowo kraje zrzeszone w ramach OPEC+ w dalszym ciągu prowadzą politykę ograniczania produkcji ropy, przeciwdziałając wzrostowi podaży surowca na tym rynku.

W ostatnich miesiącach wiele banków centralnych poluzowało politykę pieniężną, przede wszystkim zwiększając deklarowaną skalę skupu aktywów. Ekspansywna polityka pieniężna na świecie była związana z utrzymywaniem się niskiej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz jedynie częściową odbudową aktywności gospodarczej w warunkach nasilenia się zachorowań i ponownego zaostrzenia restrykcji sanitarnych w części krajów. Towarzyszyła temu wciąż wysoka niepewność, w tym zwłaszcza dotycząca dalszego przebiegu pandemii, pomimo rozpoczęcia programów szczepień. Powszechne poluzowanie polityki pieniężnej w reakcji na COVID-19 znalazło odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście wielkości aktywów banków centralnych na świecie w 2020 r. Obecnie notowania instrumentów finansowych wskazują, że uczestnicy rynków oczekują utrzymywania stóp procentowych wiodących banków centralnych na zbliżonym do zera lub ujemnym poziomie w najbliższych latach.

Od połowy ub.r. miary wyceny ryzyka na światowych rynkach finansowych obniżyły się, choć część z nich pozostała nieco wyższa niż w okresie przed wybuchem pandemii COVID-19. W tych warunkach ceny akcji w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących w ostatnich miesiącach silnie wzrosły. Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych w wielu gospodarkach wschodzących obniżyły się do bardzo niskich poziomów. Również rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro – pomimo wzrostu w ostatnich tygodniach – kształtowały się na niskim poziomie i w większości z nich były ujemne. Z kolei w Stanach Zjednoczonych rentowności długoterminowych obligacji – po wyraźnym spadku obserwowanym w poprzednich kwartałach – w ostatnich miesiącach wzrosły.

W Polsce dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach obniżyła się. W kierunku niższej inflacji oddziaływał przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności nieprzetworzonej oraz – w mniejszym stopniu – dynamiki cen usług rynkowych i towarów nieżywnościowych. W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost cen paliw do prywatnych środków transportu na skutek rosnących cen ropy naftowej na rynkach światowych. Według wstępnych danych GUS inflacja w styczniu wyniosła 2,7% r/r (wobec 2,4% w grudniu 2020 r.). Zgodnie z szacunkami NBP do pewnego wzrostu inflacji w tym miesiącu przyczynił się głównie wzrost cen energii elektrycznej oraz dalszy wzrost cen paliw.

Po głębokim spadku w II kw. 2020 r. (o 8,4% r/r), w III kw. nastąpiło wyraźne odbicie aktywności gospodarczej w Polsce, choć w ujęciu rocznym PKB był nadal niższy niż rok wcześniej (o 1,5% r/r). Ożywieniu w III kw. sprzyjało poluzowanie restrykcji epidemicznych w kraju i za granicą, poprawa nastrojów podmiotów gospodarczych oraz wsparcie ze strony polityki fiskalnej i pieniężnej. W IV kw., wraz z nasileniem się pandemii i zaostrzaniem restrykcji, aktywność gospodarcza ponownie się obniżyła, choć mniej niż II kw. – PKB spadł w IV kw. o 2,8% r/r. Do zwiększenia odporności gospodarki na drugą falę wzrostu zachorowań przyczyniła się adaptacja podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w warunkach reżimu sanitarnego, nieco mniejsza skala nałożonych restrykcji, lepsze niż w momencie wybuchu epidemii nastroje podmiotów gospodarczych oraz brak poważniejszych zakłóceń w globalnych łańcuchach wartości dodanej. Jednocześnie istotnym czynnikiem wspierającym koniunkturę był rosnący popyt zagraniczny.

Po spadku popytu oraz podaży pracy podczas pierwszej fali pandemii, w III kw. ub.r. sytuacja na rynku pracy poprawiła się. Natomiast w IV kw. – wraz z zaostrzeniem sytuacji epidemicznej i wprowadzeniem związanych z tym obostrzeń – odbudowa popytu na pracę uległa wyhamowaniu. W szczególności, według danych z urzędów pracy, stopa bezrobocia rejestrowanego w IV kw. ub.r. i na początku 2021 r. utrzymała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w III kw. (ok. 6,1%). Jednocześnie w II połowie ub.r. przyspieszył wzrost przeciętnych wynagrodzeń. Przyczynił się do tego wzrost dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw, która na początku 2021 r. nieco się obniżyła.

Po istotnym poluzowaniu polityki pieniężnej NBP w I połowie 2020 r., w kolejnych miesiącach NBP utrzymywał podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuował pozostałe działania podjęte w reakcji na pandemię. Stopa referencyjna NBP została utrzymana na poziomie 0,1%. Jednocześnie NBP nadal prowadził operacje skupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. NBP w dalszym ciągu oferował także kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przez banki. W okresie od publikacji poprzedniego *Raportu* NBP dokonał także

interwencji na rynku walutowym, które miały na celu wzmocnienie oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej NBP na gospodarkę.

Podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie, po wyraźnym spadku w I połowie ub.r., w ostatnim czasie rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce wzrosły, choć pozostają na niskim poziomie. Natomiast ceny akcji na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wyraźnie wzrosły i ustabilizowały się na poziomach zbliżonych do notowanych przed wybuchem pandemii COVID-19. Od końca października 2020 r. złoty umocnił się wobec głównych walut. Istotnym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się kursu złotego w okresie pandemii – poza obecną i oczekiwaną sytuacją gospodarczą oraz epidemiczną w Polsce i za granicą – była silnie ekspansywna polityka pieniężna banków centralnych za granicą, w tym w największych gospodarkach rozwiniętych. Czynnikiem ograniczającym skalę aprecjacji złotego były natomiast interwencje NBP na rynku walutowym.

Roczna dynamika agregatu M3 – po silnym wzroście w czasie pierwszej fali pandemii – w II połowie ub.r. stopniowo się obniżała. Od strony czynników kreacji pieniądza niższa była zarówno dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, jak i pogłębił się spadek kredytów dla przedsiębiorstw. Spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw wynikał w dużym stopniu z ograniczenia popytu na finansowanie bankowe ze strony firm, w tym na skutek uzyskania przez przedsiębiorstwa wsparcia finansowego w ramach rządowych działań antykryzysowych. W kierunku spadku popytu na kredyt oddziaływało również ograniczenie skali działalności przez część przedsiębiorstw oraz wzrost niepewności. Obniżonemu popytowi na kredyt towarzyszyło pewne zaostrzenie polityki kredytowej banków w tym segmencie rynku.

Saldo obrotów bieżących w II połowie 2020 r. poprawiło się względem I połowy ub.r. Poprawa wynikała przede wszystkim z wyższego niż przed rokiem salda obrotów towarowych i usług oraz – choć w mniejszym stopniu – zmniejszenia się deficytu dochodów pierwotnych. Również pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównowżenia 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 październik 2020 r. – luty 2021 r. oraz *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu 2021 r. są umieszczone w rozdziale 3. W rozdziale 5 znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie wrzesień 2020 r. – styczeń 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 marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 16 lutego 2021 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,7–3,6% w 2021 r. (wobec 1,8–3,2% w projekcji z listopada 2020 r.), 2,0–3,6% w 2022 r. (wobec 1,6–3,6%) oraz 2,2–4,2% w 2023 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,6–5,3% w 2021 r. (wobec 0,8–4,5% w projekcji z listopada 2020 r.), 4,0–6,9% w 2022 r. (wobec 3,8–7,8%) oraz 4,0–6,8% w 2023 r.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

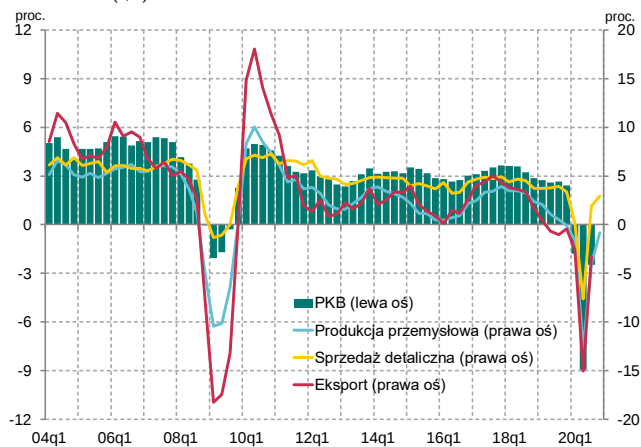
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Choć pandemia COVID-19 najsilniej ograniczyła aktywność gospodarczą na świecie w II kw. ub.r., to w II połowie 2020 r. sytuacja epidemiczna nadal istotnie oddziaływała na globalną koniunkturę. Po wyraźnym wzroście PKB w gospodarce światowej w III kw. 2020 r. w ujęciu kwartalnym (Wykres 1.1), w kolejnych miesiącach tempo poprawy aktywności osłabło, a w części gospodarek nastąpił ponowny spadek PKB. Przyczyniło się do tego pogorszenie sytuacji epidemicznej i zaostrenie restrykcji sanitarnych w części krajów, w tym przede wszystkim w Europie. Towarzyszyło temu jednocześnie znaczne zróżnicowanie sytuacji w poszczególnych sektorach gospodarki i krajach.

Relatywnie odporna na sytuację epidemiczną w ostatnich miesiącach ub.r. była koniunktura w przemyśle oraz handlu międzynarodowym. W II połowie 2020 r. następował wzrost produkcji przemysłowej oraz obrotów handlowych. W listopadzie 2020 r. światowy eksport towarów po raz pierwszy od początku pandemii był już nawet wyższy niż rok wcześniej. Dobra koniunktura w przemyśle i światowym handlu towarami utrzymała się także na początku 2021 r. Z kolei sytuacja w sektorze usług pozostawała niekorzystna. Wskaźniki aktywności w tym sektorze w wielu krajach kształtowały się na wyraźnie niższych poziomach niż przed wybuchem pandemii.

Wobec ponownego osłabienia aktywności gospodarczej w wielu krajach zwiększano fiskalne pakiety antykrzysowe i jednocześnie

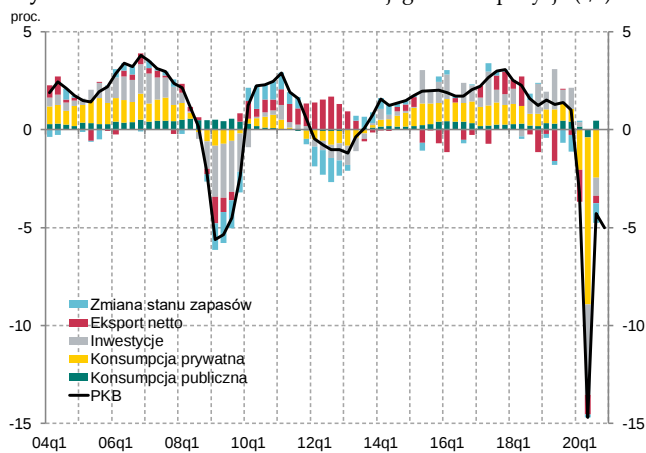
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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.

Wykres 1.2 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



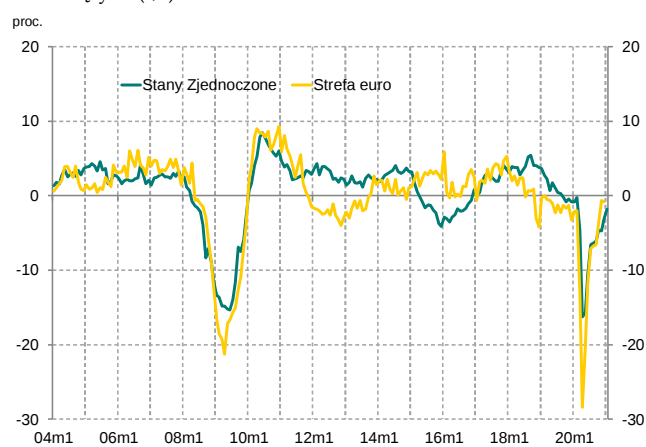
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

kontynuowano luzowanie polityki pieniężnej (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W strefie euro PKB – po spadku o prawie 15% r/r w II kw. ub.r. – w III kw. wzrósł w ujęciu kwartalnym (Wykres 1.2), przy zróżnicowanej sile odbudowy aktywności w poszczególnych krajach. W ujęciu rocznym skala spadku PKB zmniejszyła się wówczas do 4,3% r/r. W IV kw., wskutek silnego wzrostu zachorowań i zaostrzenia restrykcji, aktywność gospodarcza ponownie się obniżyła i według wstępnego szacunku dynamika PKB wyniosła -5,0% r/r.¹ Relatywnie dobra sytuacja miała miejsce w przemyśle, wspieranym przez wzrost popytu zagranicznego, co pozwoliło na odrobienie większości strat z pierwszej fazy pandemii w tym sektorze (Wykres 1.3)². Pogorszenie się sytuacji epidemicznej znalazło natomiast odzwierciedlenie w osłabieniu aktywności w sektorze usług. Wskazują na to dane o wysokiej częstotliwości, nastroje przedsiębiorców, a także wyraźny spadek dynamiki sprzedaży detalicznej w listopadzie i grudniu ub.r. (Wykres 1.4). Podobnie jak na wiosnę 2020 r., wpływ pandemii na wzrost bezrobocia w strefie euro był ograniczany przez szeroką dostępność programów subsydiowania zatrudnienia.

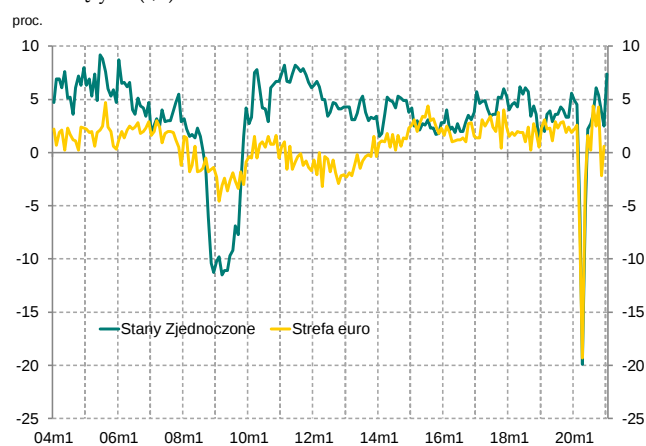
W Niemczech dynamika PKB wyniosła -4,0% r/r w III kw. i -3,6% r/r w IV kw. ub.r., wobec -11,3% r/r w II kw.³ Utrzymywanie się spadku PKB w gospodarce niemieckiej pod koniec 2020 r. wynikało z pogorszenia się sytuacji epidemicznej i zaostrzenia restrykcji. Podobnie jak w wielu innych krajach pogarszała się tam koniunktura w usługach, jednocześnie w przemyśle postępowała odbudowa aktywności, czemu sprzyjał rosnący eksport. Dodatkowo w ostatnich miesiącach 2020 r. wzrosła dynamika sprzedaży detalicznej i

Wykres 1.3 Produkcja przemysłowa w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.4 Sprzedaż detaliczna w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

¹ Według wstępnych danych dynamika PKB strefy euro za cały 2020 r. wyniosła -6,8%. Dynamika ta uwzględnia korektę o dni robocze.

² Dynamika produkcji przemysłowej w listopadzie i grudniu była wciąż ujemna, ale wyższa niż w poprzednich miesiącach (wyniosła odpowiednio -0,6% r/r i -0,8% r/r), a nastroje wśród firm umacniały się także w kolejnych miesiącach.

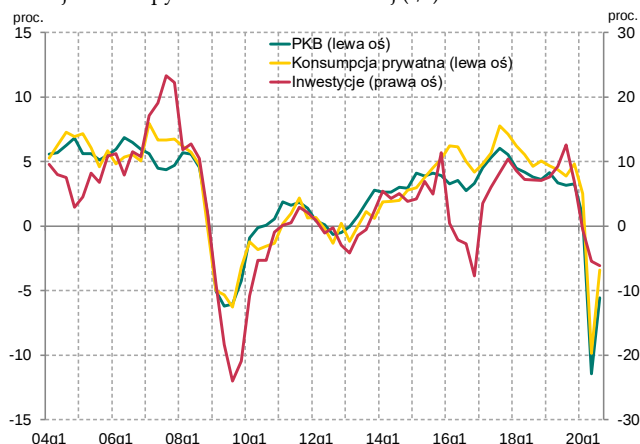
³ Dynamika PKB Niemiec za cały 2020 r. wyniosła -4,9%.

rejestracji nowych samochodów, co odzwierciedlało zwiększony popyt przed podwyżką stawek VAT na początku 2021 r.⁴ Dobre nastroje w przetwórstwie przemysłowym utrzymywały się także w styczniu i lutym br.

Spadek PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro wyniósł w III kw. 2020 r. 5,5% r/r (wobec spadku o 11,4% r/r w II kw. ub.r.; Wykres 1.5). Do spowolnienia spadku PKB w regionie w stosunku do II kw. przyczyniła się poprawa dynamiki konsumpcji indywidualnej i salda wymiany z zagranicą. Utrzymał się natomiast wyraźny spadek inwestycji. W IV kw. 2020 r. – według wstępnych danych – skala spadku aktywności gospodarczej w Czechach pozostała na podobnym poziomie jak w III kw. (dynamika PKB wyniosła -5,0% r/r), a w Rumunii i na Węgrzech dalej wyhamowywała (spadek PKB wyniósł w tych gospodarkach odpowiednio 1,7% r/r i 4,3% r/r, wobec spadku o 5,6% r/r i 4,8% r/r w III kw.). Odbudowie aktywności sprzyjała relatywnie korzystna koniunktura w przemyśle, wspierana przez rosnący eksport, natomiast niekorzystnie na ożywienie oddziaływało nasilenie się zachorowań oraz zaostrzone restrykcje.

W Stanach Zjednoczonych w II połowie ub.r. odnotowano stopniową odbudowę aktywności gospodarczej, a dynamika PKB wyniosła -2,8% r/r w III kw. i -2,5% r/r w IV kw., wobec -9,0% w II kw.⁵ (Wykres 1.6). Do zmniejszenia skali spadku PKB w ujęciu rocznym przyczynił się wzrost konsumpcji dóbr trwałych, a także inwestycji mieszkaniowych wspieranych przez luźną politykę pieniężną, w tym niskie stopy procentowe, oraz związane z pandemią zmiany preferencji dotyczących miejsca zamieszkania. Pomimo poprawy w III i IV kw. nadal poniżej poziomów sprzed pandemii kształtowały się konsumpcja usług oraz inwestycje

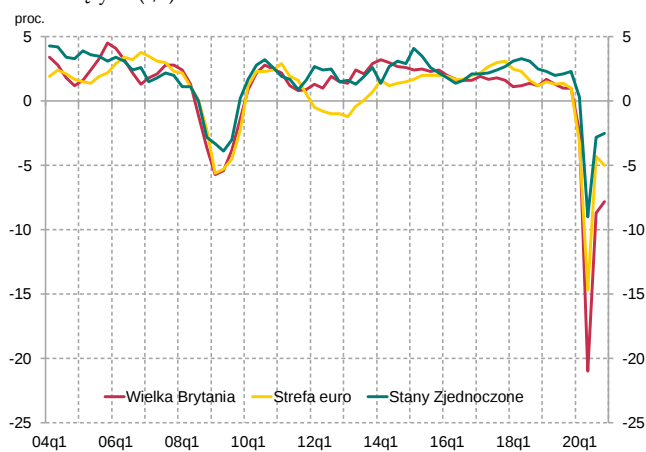
Wykres 1.5 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.6 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

⁴ W Niemczech wśród działań łagodzących negatywne skutki pandemii w II połowie 2020 r. wprowadzono tymczasową obniżkę podatku VAT.

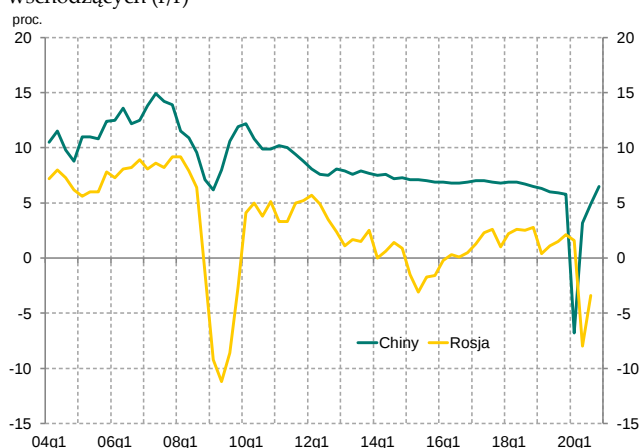
⁵ Według wstępnych danych w całym 2020 r. PKB w Stanach Zjednoczonych obniżył się o 3,5%, najsilniej od 1946 r.

przedsiębiorstw. W szczególności głęboka pozostała skala spadku nakładów kapitałowych na budownictwo poza-mieszkaniowe, odzwierciedlając niekorzystną koniunkturę na rynku nieruchomości komercyjnych. Na początku 2021 r. odbudowa aktywności gospodarczej przyspieszyła, co obrazował m.in. wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu br., natomiast stopa bezrobocia nadal była wyraźnie wyższa niż przed pandemią.

Skala spadku PKB w Wielkiej Brytanii była głębsza niż w największych gospodarkach rozwiniętych, choć w II połowie 2020 r. również tu odnotowano wyraźne wyhamowanie recesji. Dzięki odbudowie zarówno inwestycji przedsiębiorstw, jak i konsumpcji, dynamika PKB wyniosła -8,7% r/r w III kw. i -7,8% r/r w IV kw., wobec -21,0% r/r w II kw. Wobec znacznego pogorszenia sytuacji epidemicznej i zaostrzenia restrykcji w listopadzie 2020 r., w IV kw. aktywność w usługach pozostała osłabiona, w tym przede wszystkim w sektorze usług konsumenckich. Dobra koniunktura utrzymała się natomiast w budownictwie. Również przemysł pozostał relatywnie odporny na pogorszenie sytuacji epidemicznej w IV kw. ub.r.

W Chinach – dzięki ograniczeniu rozwoju epidemii na jej wczesnym etapie – spadek PKB w ujęciu rocznym odnotowano jedynie w I kw. ub.r. Natomiast po wzroście o 3,2% w II kw., w III kw. 2020 r. dynamika PKB przyspieszyła do 4,9% r/r (Wykres 1.7)⁶. Odrobienie strat odnotowanych na początku roku wspierała akomodacyjna polityka fiskalna i pieniężna oraz ożywienie eksportu. Dalszej odbudowie aktywności gospodarczej w IV kw. (wzrost PKB o 6,5% r/r) sprzyjał przede wszystkim wzrost inwestycji oraz zwiększony popyt zagraniczny m.in. na środki medyczne i ochronne oraz sprzęt elektroniczny.

Wykres 1.7 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

⁶ Wzrost PKB w Chinach za cały 2020 r. był dodatni i wyniósł 2,3%.

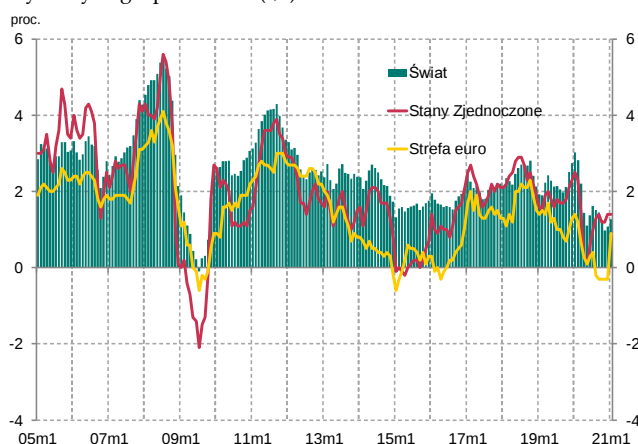
W pozostałych gospodarkach wschodzących w II połowie ub.r. miała miejsce ograniczona odbudowa aktywności gospodarczej. Była ona jednak silnie zróżnicowana pomiędzy poszczególnymi krajami. Pomimo poprawy koniunktury w III kw. ub.r. w głównych gospodarkach wschodzących, z wyjątkiem Chin, odnotowano spadek PKB w ujęciu rocznym (o 3,4% w Rosji, 3,9% w Brazylii i 7,5% w Indiach).

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Inflacja na świecie pozostaje niska (Wykres 1.8). W grudniu 2020 r. dynamika cen konsumpcyjnych w gospodarce światowej wyniosła 1,1% r/r, tj. kształtowała o ponad 1,5 pkt proc. poniżej poziomu obserwowanego rok wcześniej, odzwierciedlając przede wszystkim ujemną dynamikę cen energii w następstwie silnego spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych w początkowej fazie pandemii (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). W wielu gospodarkach również inflacja bazowa utrzymywała się poniżej poziomów notowanych przed pandemią. W ostatnich miesiącach na obniżenie światowej inflacji oddziaływał również spadek dynamiki cen żywności w Chinach. Było to związane z efektem bazy dotyczącym cen wieprzowiny, które w II połowie 2019 r. silnie wzrosły na skutek zaburzeń wywołanych przez afrykański pomór świń (ASF).

W strefie euro przez większość II połowy 2020 r. utrzymywała się deflacja, do czego przyczyniała się ujemna dynamika cen energii, części towarów (przede wszystkim odzieży i obuwia) oraz niektórych usług, głównie transportowych i turystycznych, a więc kategorii szczególnie narażonych na skutki restrykcji związanych z pandemią. W grudniu ub.r. inflacja wyniosła -0,3% r/r, a inflacja bazowa 0,4% r/r. W styczniu br. inflacja wzrosła do 0,9% r/r, a inflacja bazowa do 1,4% r/r (Wykres 1.9). Wzrost dynamiki cen wynikał m.in. z podniesienia podatku VAT w

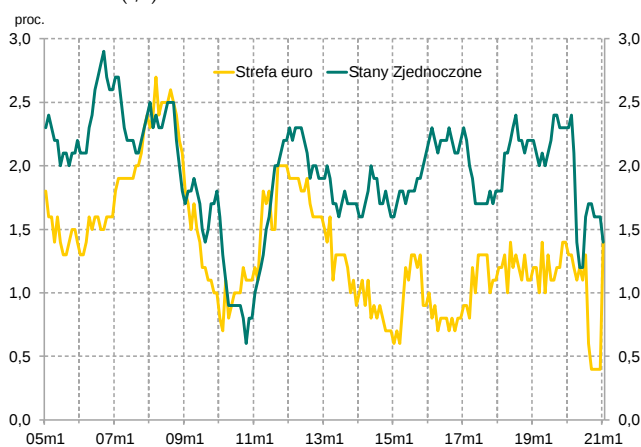
Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



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



Źródło: dane Eurostat, Bloomberg.

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

Niemczech po jego tymczasowej obniżce⁷ oraz ze wzrostu dynamiki cen energii.

Inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro obniżyła się w IV kw. ub.r. (Wykres 1.10). Przyczynił się do tego głównie znaczny spadek dynamiki cen żywności, zwłaszcza nieprzetworzonej. W większości krajów regionu także inflacja bazowa była w grudniu 2020 r. niższa niż przed rokiem odzwierciedlając obniżenie się tempa wzrostu cen usług. W styczniu 2021 r. w Czechach i na Węgrzech inflacja ustabilizowała się na podobnych poziomach jak pod koniec 2020 r., natomiast wyraźne przyspieszenie inflacji w Rumunii było skutkiem wzrostu dynamiki cen energii elektrycznej w następstwie deregulacji tego rynku.

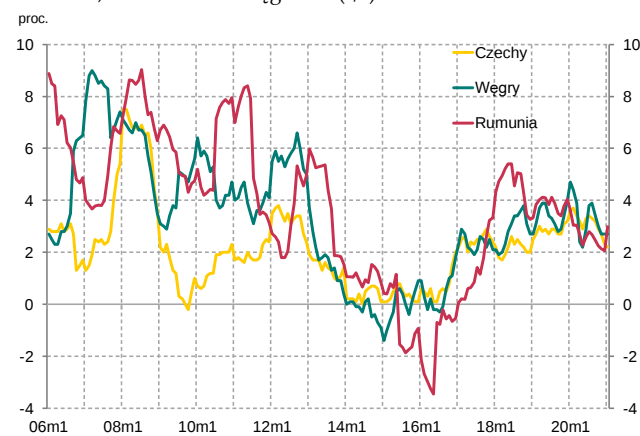
W Stanach Zjednoczonych inflacja pozostawała poniżej poziomów sprzed pandemii. W grudniu 2020 r. wskaźnik CPI wyniósł 1,4% r/r, a inflacja bazowa 1,6% r/r. W styczniu 2021 r. inflacja utrzymała się na poziomie 1,4% r/r, a inflacja bazowa spadła do 1,4% r/r. Było to efektem niższych niż przed rokiem cen energii, a także spadku dynamiki cen usług. W ostatnich miesiącach w kierunku wyższej inflacji oddziaływało natomiast przyspieszenie wzrostu cen niektórych towarów. Wysokiej dynamice cen prywatnych środków transportu, wynikającej w znacznej mierze z silnego popytu w związku z sytuacją epidemiczną, towarzyszył spadek cen wielu innych towarów (m.in. odzieży i obuwia).

1.3 Światowe rynki surowców

W II połowie 2020 r. i na początku 2021 r. ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych stopniowo rosły, po wcześniejszym silnym spadku.

W ostatnich miesiącach ceny ropy naftowej istotnie wzrosły i w lutym 2021 r. znajdowały się

Wykres 1.10 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych (CPI) w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

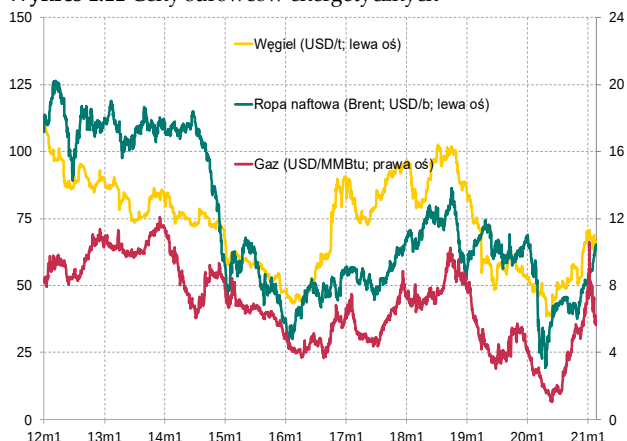
⁷ W Niemczech wśród działań łagodzących negatywne skutki pandemii wprowadzono tymczasową obniżkę podatku VAT, która obowiązywała od lipca do grudnia 2020 r. Stawki podatku obniżono z 19% oraz 7% do odpowiednio 16% i 5%.

na poziomie wyższym niż przed rokiem (Wykres 1.11). Do wzrostu cen ropy naftowej przyczyniły się przede wszystkim oczekiwania dotyczące ożywienia globalnej aktywności gospodarczej związane z rozpoczęciem procesu szczepień przeciwko koronawirusowi. Dodatkowo kraje zrzeszone w ramach OPEC+ w dalszym ciągu prowadzą politykę ograniczania produkcji ropy, przeciwdziałając wzrostowi podaży surowca na tym rynku.

Również światowe ceny gazu ziemnego i węgla w ostatnim okresie wzrosły po wcześniejszym wyraźnym spadku. W rezultacie w lutym 2021 r. ceny tych surowców kształtowały się powyżej poziomów sprzed roku. Na wzrost cen gazu i węgla, oprócz czynników sezonowych, wpłynęła przede wszystkim odbudowa popytu w Azji w następstwie poprawy sytuacji gospodarczej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), a także wyjątkowo chłodna zima w tym regionie świata.

Od połowy 2020 r. także ceny surowców rolnych wzrosły, choć w dalszym ciągu kształtowały się na relatywnie niskim poziomie (Wykres 1.12). Ich wzrost wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen zbóż oraz roślin oleistych (zwłaszcza w IV kw. 2020 r. i na początku 2021 r.) wskutek mniejszej produkcji w Europie, stopniowo pogarszających się globalnych perspektyw podaży oraz ograniczeń eksportowych zapowiadanych przez niektóre kraje (m.in. Rosję). W kierunku wyższych cen surowców rolnych oddziałuje również wzrost cen produktów nabiałowych związany z silnym popytem na rynku międzynarodowym. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziałuje wyraźne obniżanie się cen wieprzowiny w Europie w następstwie wykrycia ognisk ASF w Niemczech w IV kw. ub.r. i wprowadzenia zakazu importu wieprzowiny z tego kraju do Chin i innych krajów azjatyckich.

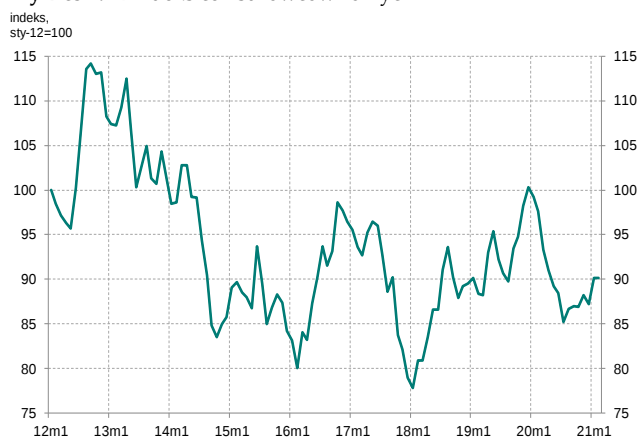
Wykres 1.11 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

USD/b – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za baryłkę ropy. 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).

Wykres 1.12 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

1.4 Polityka pieniężna za granicą

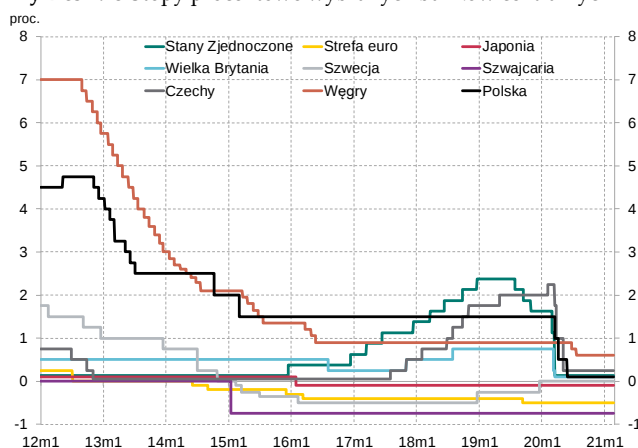
W ostatnich miesiącach wiele banków centralnych poluzowało politykę pieniężną, przede wszystkim zwiększając deklarowaną skalę skupu aktywów.

Ekspansywna polityka pieniężna na świecie była związana z utrzymywaniem się niskiej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz jedynie częściową odbudową aktywności gospodarczej, w warunkach nasilenia się zachorowań i ponownego zaostrożenia restrykcji sanitarnych w części krajów. Towarzyszyła temu wciąż wysoka niepewność, w tym zwłaszcza dotycząca dalszego przebiegu pandemii, pomimo rozpoczęcia programów szczepień.

Powszechne poluzowanie polityki pieniężnej w reakcji na COVID-19 znalazło odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście wielkości aktywów banków centralnych na świecie w 2020 r. (Wykres 1.14, Wykres 1.15). Obecnie notowania instrumentów finansowych wskazują, że uczestnicy rynków oczekują utrzymywania stóp procentowych wiodących banków centralnych na zbliżonym do zera lub ujemnym poziomie w najbliższych latach (Wykres 1.13, Wykres 1.16).

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje ujemną stopę depozytową na poziomie -0,50% i nadal oczekuje, że stopy procentowe pozostaną na obecnym lub niższym poziomie dopóki perspektywy inflacji w horyzoncie projekcji nie zbliżą się zdecydowanie do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%. Dodatkowo w grudniu 2020 r. EBC wyraźnie poluzował politykę pieniężną. W szczególności zwiększył skalę pandemicznego programu skupu aktywów (PEPP) do 1850 mld EUR przynajmniej do marca 2022 r. (wcześniej zapowiadał zakup w skali 1350 mld EUR przynajmniej do czerwca 2021 r.), podkreślając przy tym elastyczność co do skali tego programu. EBC nadal prowadzi również program skupu aktywów (APP) w wysokości 20 mld EUR miesięcznie bez określenia daty jego zakończenia. Ponadto EBC prowadzi program

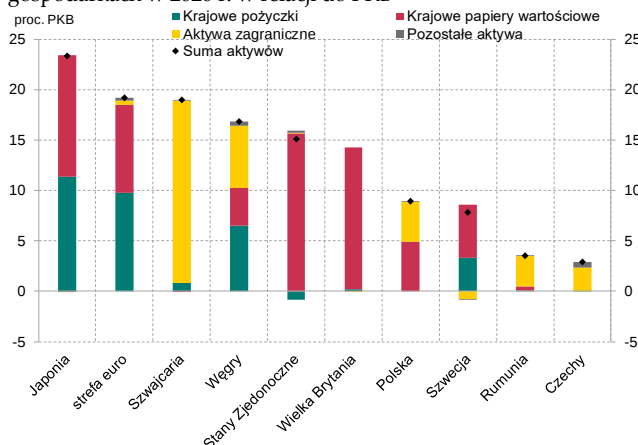
Wykres 1.13 Stopy procentowe wybranych banków centralnych



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 Czech – stopa repo 2W; dla Węgier – *base rate*; dla Polski – stopa referencyjna.

Wykres 1.14 Wzrost aktywów banków centralnych w wybranych gospodarkach w 2020 r. w relacji do PKB



Źródło: dane banków centralnych, Eurostat, FRED, obliczenia NBP.

PKB za 2019 r.

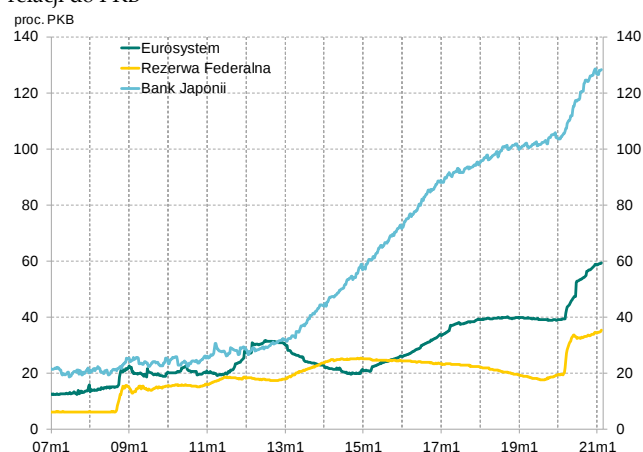
TLTRO, w ramach którego niedawno zapowiedział przeprowadzenie trzech dodatkowych operacji (ostatnia z nich planowana jest w grudniu 2021 r.). Jednocześnie w ostatnich miesiącach EBC w swojej komunikacji podkreślał znaczenie kursu walutowego dla polityki pieniężnej w strefie euro.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) utrzymuje docelowy przedział dla stopy *fed funds* na poziomie 0,00%-0,25%. Jednocześnie Fed nadal prowadzi skup aktywów finansowych na dużą skalę. W ostatnich miesiącach Fed poinformował, że przewiduje kontynuowanie skupu obligacji skarbowych o wartości co najmniej 80 mld USD miesięcznie i papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami (MBS) o wartości co najmniej 40 mld USD miesięcznie „do czasu poczynienia dalszych istotnych postępów w osiągnięciu celów w zakresie pełnego zatrudnienia i stabilności cen”. Fed oczekuje również utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych do czasu, gdy „sytuacja na rynku pracy będzie spójna ze stanem pełnego zatrudnienia oraz inflacja osiągnie 2% i będzie zmierzała do umiarkowanego przekroczenia tego poziomu przez pewien czas”.

Większość pozostałych banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych, w tym Wielkiej Brytanii, Szwecji i Australii, w ostatnich miesiącach zwiększyła docelową skalę skupu aktywów (a w Japonii wydłużono planowany okres skupu), utrzymując przy tym stopy procentowe w pobliżu zera. Jednocześnie banki centralne Szwajcarii i Izraela interweniowały na rynku walutowym przeciwko aprecjacji swoich walut.

Także banki centralne głównych gospodarek wschodzących nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną. W regionie Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich miesiącach Bank Węgier zwiększył skalę skupu aktywów, a Bank Rumunii obniżył stopy procentowe. Również w pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących

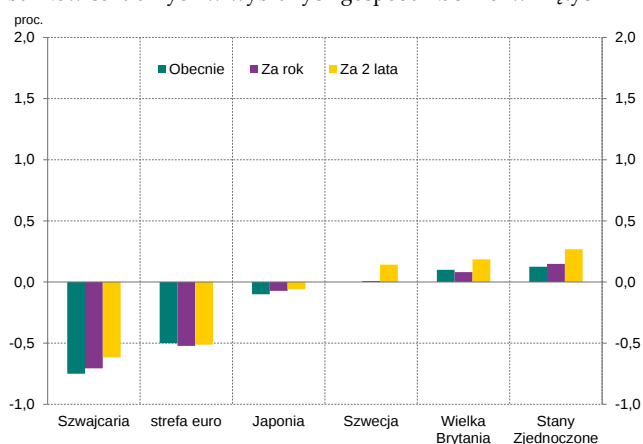
Wykres 1.15 Wielkość aktywów głównych banków centralnych w relacji do PKB



Źródło: dane Bloomberg i OECD, obliczenia NBP.

Dane o PKB kwartalne, annualizowane i odsezonowane. Do obliczeń za lata 2020 i 2021 zastosowano PKB roczne za 2019 r.

Wykres 1.16 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. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów FRA – stan na 23 lutego 2021 r.

większość banków centralnych w ostatnim okresie obniżała stopy procentowe lub utrzymywała je na poziomie niższym niż w poprzednich latach.

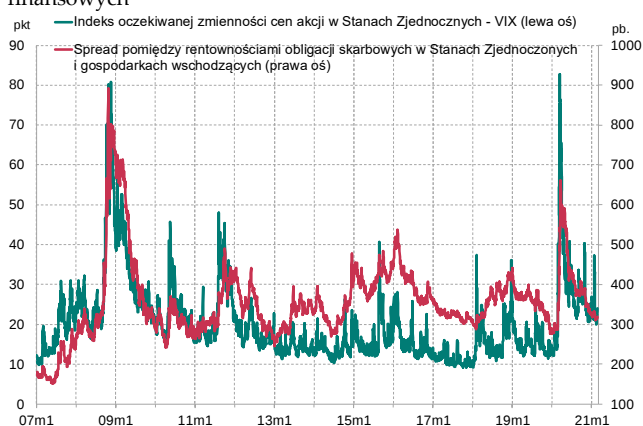
1.5 Światowe rynki finansowe

Od połowy ub.r. miary wyceny ryzyka na światowych rynkach finansowych obniżyły się, choć część z nich pozostała nieco wyższa niż w okresie przed wybuchem pandemii COVID-19 (Wykres 1.17). Na przełomie roku korzystnie na nastroje na rynkach finansowych wpływały – obok silnie ekspansywnej polityki pieniężnej oraz stymulacji fiskalnej w wielu gospodarkach – doniesienia o wysokiej skuteczności szczepionek na COVID-19 i rozpoczęcie akcji szczepień w wielu krajach, a także zakończenie kampanii prezydenckiej w Stanach Zjednoczonych. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływała przede wszystkim nadal wysoka niepewność dotycząca rozwoju pandemii i związanych z nią obostrzeń.

W tych warunkach ceny akcji w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących w ostatnich miesiącach silnie wzrosły (Wykres 1.18). W rezultacie część indeksów na głównych giełdach, m.in. w Stanach Zjednoczonych i Niemczech, osiągnęła w połowie lutego br. przejściowo najwyższe poziomy w historii.

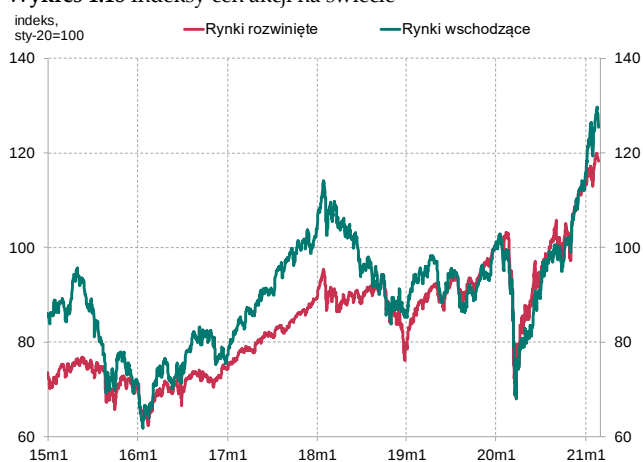
Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych w wielu gospodarkach wschodzących obniżyły się do bardzo niskich poziomów (Wykres 1.19). Również rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro – pomimo wzrostu w ostatnich tygodniach – kształtowały się na niskim poziomie i w większości z nich były ujemne⁸. Z kolei w Stanach Zjednoczonych rentowności długoterminowych obligacji – po wyraźnym spadku obserwowanym w poprzednich kwartałach i osiągnięciu historycznego minimum

Wykres 1.17 Miary wyceny ryzyka na światowych rynkach finansowych



Źródło: dane Bloomberg.

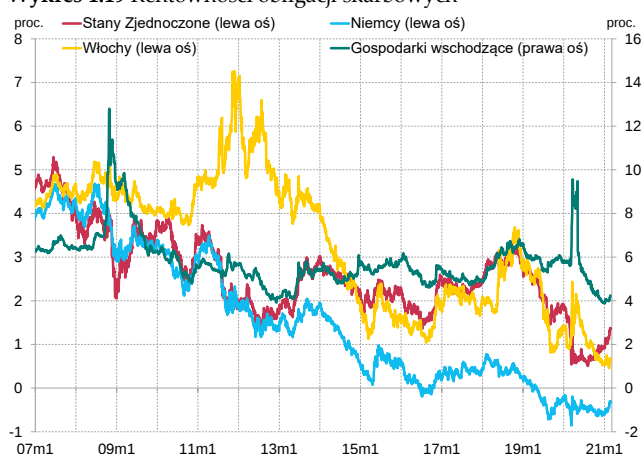
Wykres 1.18 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.19 Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

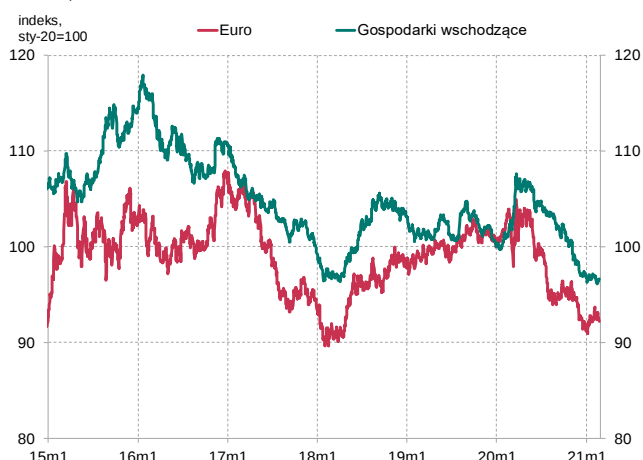
Stany Zjednoczone, Niemcy i Włochy – rentowności 10-letnich obligacji; Gospodarki wschodzące – Bloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns.

⁸ Pod koniec lutego br. spośród państw strefy euro, dla których dostępne są notowania, rentowności 10-letnich obligacji skarbowych były ujemne w Niemczech (gdzie w pod koniec lutego wynosiły około -0,3%), Francji, Holandii, Belgii, Austrii, Finlandii, Luksemburgu, Słowenii, Słowacji i na Łotwie.

w sierpniu 2020 r. (około 0,50%) – w ostatnich miesiącach wzrosły (pod koniec lutego br. rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wyniosła około 1,35%). W kierunku wzrostu rentowności w Stanach Zjednoczonych – poza globalnym zwiększeniem się apetytu na ryzyko – oddziaływały w szczególności perspektywy dalszego zwiększenia ekspansywności polityki fiskalnej w tej gospodarce.

W ostatnich miesiącach 2020 r. dolar amerykański kontynuował wyraźną deprecjację, natomiast na początku 2021 r. kurs dolara do walut gospodarek wschodzących ustabilizował się, a do euro – uległ nieznacznej aprecjacji (Wykres 1.20). Pod koniec lutego br. kurs dolara pozostawał istotnie słabszy niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii. W kierunku deprecjacji dolara oddziaływało relatywnie wcześniejsze i silniejsze poluzowanie polityki pieniężnej przez Fed niż przez inne wiodące banki centralne w reakcji na wybuch pandemii. Z kolei w kierunku aprecjacji dolara względem większości głównych walut mogło w ostatnim czasie oddziaływać zwiększenie skali luzowania polityki pieniężnej przez wiele banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych, przy utrzymywaniu parametrów polityki pieniężnej Fed bez znaczących zmian na przełomie 2020 i 2021 r. (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

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.

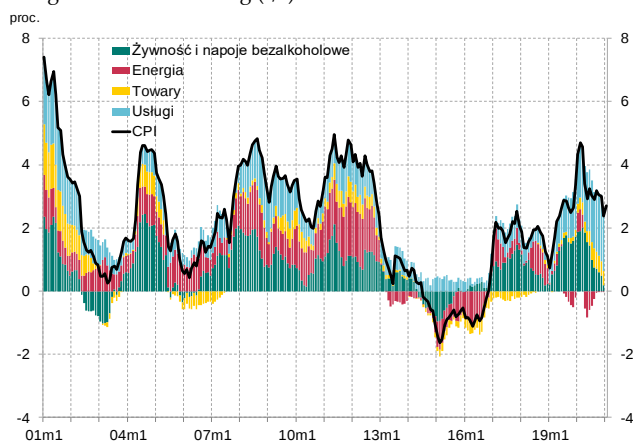
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach obniżyła się (Wykres 2.1)⁹. W kierunku niższej inflacji oddziaływał przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności nieprzetworzonej oraz – w mniejszym stopniu – dynamiki cen usług rynkowych i towarów nieżywnościowych. W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost cen paliw do prywatnych środków transportu¹⁰ na skutek rosnących cen ropy naftowej na rynkach światowych. Według wstępnych danych GUS, inflacja w styczniu wyniosła 2,7% r/r (wobec 2,4% w grudniu 2020 r.)¹¹. Zgodnie z szacunkami NBP do pewnego wzrostu inflacji w tym miesiącu przyczynił się głównie wzrost cen energii elektrycznej oraz dalszy wzrost cen paliw.

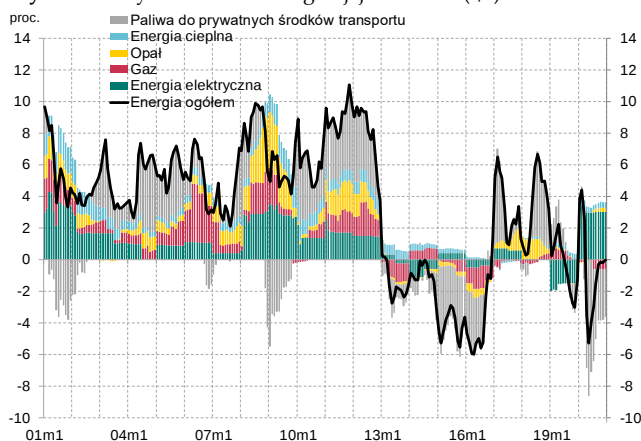
Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce w całym ub.r. silnie się obniżała i w grudniu wyniosła 0,8% r/r. Niższa dynamika cen żywności wynikała przede wszystkim ze spadku dynamiki cen żywności nieprzetworzonej, do czego przyczyniło się obniżenie rocznej dynamiki cen mięsa (w efekcie wybuchu w wrześniu ub.r. epidemii ASF w Niemczech skutkującej nadpodażą wieprzowiny na rynku unijnym) oraz owoców (wskutek wzrostu ich podaży oraz statystycznych efektów bazy). Z kolei

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁹ Wraz z pogorszeniem się sytuacji epidemicznej w Polsce w listopadzie 2020 r. i wprowadzeniem obostrzeń przeciwdziałających rozprzestrzenianiu się pandemii, udział imputacji cen w koszyku CPI w listopadzie i grudniu 2020 r. był zbliżony do 8,5%.

¹⁰ W ostatnich miesiącach 2020 r. ceny paliw do prywatnych środków transportu rosły w ujęciu miesięcznym, choć w ujęciu rocznym ich dynamika pozostawała ujemna.

¹¹ Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane po aktualizacji wag w koszyku CPI przeprowadzanej przez GUS na początku każdego roku. Ze względu na wstępny charakter danych, GUS nie opublikował informacji o zmianach cen wszystkich składowych koszyka konsumpcyjnego.

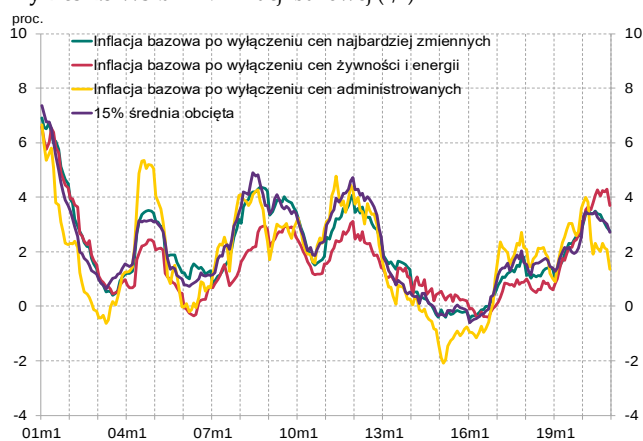
roczna dynamika cen żywności przetworzonej obniżyła się w relatywnie niewielkim stopniu do 2,4% w grudniu 2020 r.

Pod koniec 2020 r. roczna dynamika cen energii nieznacznie wzrosła i w grudniu wyniosła 0,0% r/r (Wykres 2.2). Wzrost dynamiki cen energii wynikał głównie z wyhamowania spadku cen paliw w ujęciu rocznym. Było to związane ze stopniowym wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych – po ich silnym spadku na początku ub.r. (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Dalszy wzrost cen ropy oraz wzrost wysokości przeciętnego rachunku za energię elektryczną¹² od początku br. sygnalizują dalsze przyspieszenie dynamiki tej kategorii dóbr.

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w grudniu 2020 r. obniżyła się do 3,7% r/r (Wykres 2.3). W kierunku niższej inflacji bazowej oddziaływał zarówno spadek dynamiki cen usług, jak i cen towarów nieżywnościowych. Dynamika cen usług w grudniu 2020 r. obniżyła się do 6,4% r/r wskutek silnego spadku rocznej dynamiki cen połączeń lotniczych oraz usług w zakresie ubezpieczeń¹³ i łączności. Dynamika cen towarów nieżywnościowych spadła do 1,4% r/r w grudniu 2020 r., głównie w wyniku dalszego spadku dynamiki cen odzieży i obuwi (efekt wzmożonych promocji i wyprzedaży w warunkach ograniczania działalności centrów handlowych). Największy wkład do inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w ujęciu rocznym w dalszym ciągu miały wzrosty opłat za wywóz śmieci (ok. 0,9 pkt proc. w 2020 r.) i cen towarów akcyzowych (ok. 0,5 pkt proc. w 2020 r.), a więc cen administrowanych i regulowanych.

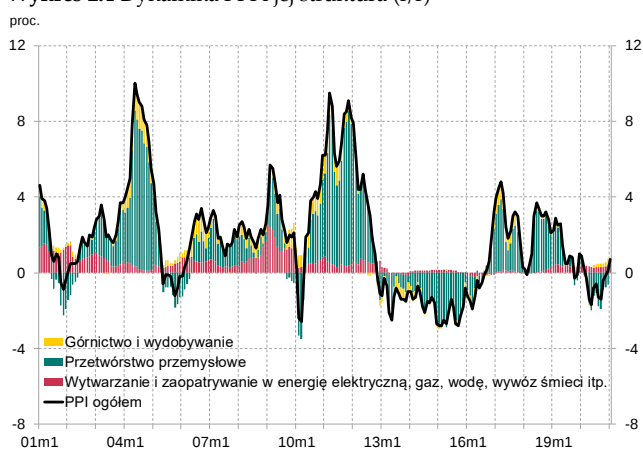
Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen administrowanych, czyli oczyszczona m.in. ze

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



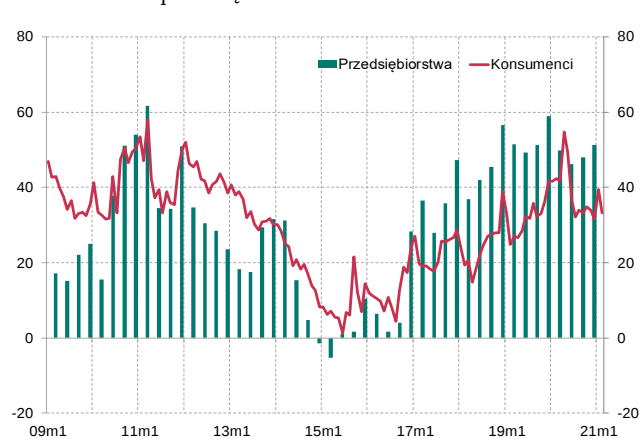
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Dynamika PPI i jej struktura (r/r)



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.

¹² Wzrost przeciętnego rachunku za prąd wynika przede wszystkim z wprowadzenia od 1 stycznia 2021 r. opłaty mocyowej służącej zapewnieniu ciągłości działania systemu elektroenergetycznego. Środki z tej opłaty będą przeznaczone na funkcjonowanie tzw. rynku mocy, czyli rozwiązania, które ma zapewnić środki na budowę nowych oraz modernizację i funkcjonowanie istniejących dyspozycyjnych jednostek wytwórczych.

¹³ Spadek dynamiki cen usług w zakresie ubezpieczeń w grudniu 2020 r. wynikał ze statystycznego efektu bazy. Ceny tych usług wzrosły w grudniu 2019 r. o 7,8%.

zmian opłat za wywóz śmieci i energię elektryczną, w grudniu 2020 r. obniżyła się do 1,4%.

Po kilku kwartałach spadku, w styczniu 2021 r. nastąpił wzrost cen producenta w przemyśle (dynamika PPI wzrosła do 0,7% r/r w styczniu z -1,1% r/r w III kw. ub.r. i -0,2% r/r w IV kw.; Wykres 2.4). Największy wpływ na wzrost PPI miało spowolnienie spadku cen producenta w przetwórstwie ropy naftowej¹⁴ oraz wzrost cen produkcji metali, w związku z kształtowaniem się cen tych surowców na rynku światowym.

Oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych w perspektywie czterech kwartałów nadal kształtują się na poziomie zbliżonym do 2,5% (według ankiety Refinitiv; Tabela 2.1). Na podobnym poziomie kształtuje się również mediana prognoz uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP¹⁵ w horyzoncie zarówno czterech, jak i ośmiu kwartałów. Pod koniec 2020 r. nastąpiło natomiast pewne przesunięcie ankietowych opinii przedsiębiorstw (mierzone statystyką bilansową) w kierunku wyższej inflacji (Wykres 2.5). Ankietowe opinie konsumentów – po przejściowym wzroście w styczniu br. – w lutym obniżyły się do poziomu notowanego w II połowie 2020 r.

2.2 Popyt i produkcja

Po głębokim spadku w II kw. 2020 r. (o 8,4% r/r), w III kw. nastąpiło wyraźne odbicie aktywności gospodarczej, choć w ujęciu rocznym PKB był nadal niższy niż rok wcześniej (o 1,5% r/r). Ożywieniu w III kw. sprzyjało poluzowanie restrykcji epidemicznych w kraju i za granicą, poprawa nastrojów podmiotów gospodarczych oraz wsparcie ze strony polityki fiskalnej i

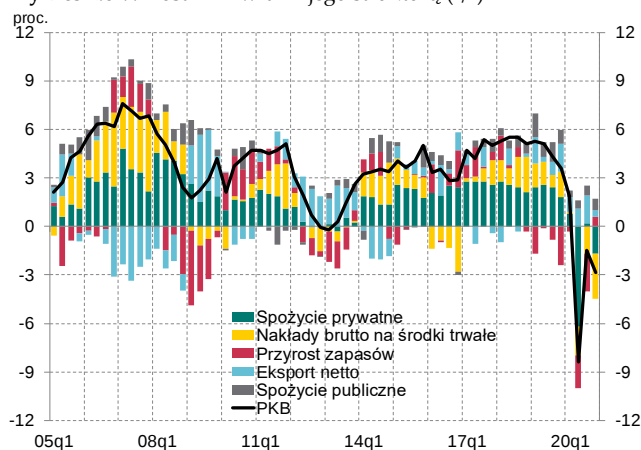
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

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

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, za wyjątkiem I kw. 2021 r., która pochodzi ze stycznia 2021 r. 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.

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



Źródło: dane GUS, NBP.

¹⁴ Jednocześnie – mimo wzrostu – niższe niż rok wcześniej ceny ropy na przełomie 2021 r. pozostawały czynnikiem ograniczającym dynamikę PPI.

¹⁵ Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognozistów. Wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP. Runda: grudzień 2020 r., NBP. Nr 4/2020.

pieniężnej. W IV kw., wraz z nasileniem się pandemii i zaostrzaniem restrykcji, aktywność gospodarcza ponownie się obniżyła, choć mniej niż II kw. – PKB spadł w IV kw. o 2,8% r/r (Wykres 2.6; Tabela 2.2; Wykres 2.7). Do zwiększenia odporności gospodarki na drugą falę wzrostu zachorowań przyczyniła się adaptacja podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w warunkach reżimu sanitarnego, nieco mniejsza skala nałożonych restrykcji, lepsze niż w momencie wybuchu epidemii nastroje podmiotów gospodarczych oraz brak poważniejszych zakłóceń w globalnych łańcuchach wartości dodanej. Jednocześnie istotnym czynnikiem wspierającym koniunkturę był rosnący popyt zagraniczny.

Popyt konsumpcyjny pozostawał pod silnym wpływem okresowego luzowania i zaostrzania restrykcji sanitarnych, które w dużym stopniu determinowały dostęp do usług wymagających kontaktu fizycznego oraz do niektórych towarów. Po spadku w II kw. ub.r. o 10,8% r/r, w III kw. konsumpcja wzrosła o 0,4% r/r, a w IV kw. obniżyła się o 3,2% r/r. Obok restrykcji w kierunku niższej konsumpcji nadal oddziaływało samoograniczenie zakupów przez konsumentów w obawie przed zakażeniem, gorsze niż przed pandemią nastroje oraz niższa dynamika funduszu płac. Wpływ tych czynników na zachowania gospodarstw domowych był jednak w IV kw. znacznie słabszy niż w II kw.

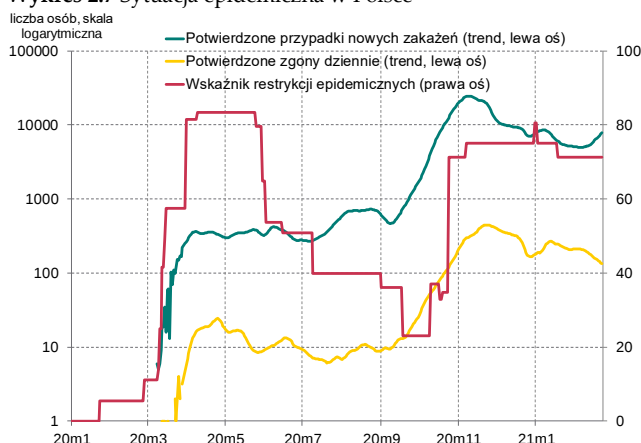
Z kolei popyt inwestycyjny pozostawał w II połowie 2020 r. niski – w III kw. spadł o 9,0% r/r, a w IV kw. o 10,9% r/r (wobec spadku o 10,7% r/r w II kw.). W dalszym ciągu silnie ujemna była dynamika inwestycji przedsiębiorstw, a dynamika nakładów na środki trwałe w sektorze publicznym i mieszkaniowym była zbliżona do zera. Inwestycjom nadal nie sprzyjała wysoka niepewność, niskie wykorzystanie zdolności produkcyjnych oraz gorsze niż przed pandemią oczekiwania dotyczące przyszłego poziomu aktywności gospodarczej.

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

	2018				2019				2020			
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
PKB	5,3	5,5	5,5	5,1	5,3	5,1	4,4	3,6	1,9	-8,4	-1,5	-2,8
Spożycie prywatne	2,8	2,6	2,4	2,1	2,4	2,6	2,4	1,8	0,8	-6,2	0,2	-1,7
Spożycie publiczne	0,5	0,5	0,7	0,7	1,5	0,9	1,2	0,9	0,4	0,5	0,6	0,7
Nakłady brutto na środki trwałe	1,3	1,0	1,9	2,2	1,5	1,4	0,8	1,6	0,1	-1,8	-1,7	-2,8
Przyrost zapasów	1,5	0,2	0,6	-0,3	-1,7	-0,1	-0,8	-2,4	-0,3	-2,0	-2,3	0,6
Eksport netto	-1,0	1,0	-0,3	0,2	1,6	0,3	0,8	1,7	0,9	1,1	1,7	0,4

Źródło: dane GUS, NBP.

Wykres 2.7 Sytuacja epidemiczna w Polsce



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

Istotny, dodatni wkład do wzrostu PKB miał eksport netto (1,7 pkt proc. w III kw. i 0,4 pkt proc. w IV kw.). Pomimo nadal relatywnie słabej koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), dynamika eksportu była wyraźnie dodatnia (2,0% r/r w III kw. i 8,0% r/r w IV kw.). Dynamika importu, choć w IV kw. znacznie przyspieszyła (do 7,9% r/r w IV kw. z -1,0% r/r w III kw.), to pozostała niższa od dynamiki eksportu. Wzrostowi obrotów w handlu zagranicznym sprzyjała struktura polskiego eksportu, w której relatywnie duży udział mają dobra trwałe i pośrednie cieszące się dużym popytem w czasie pandemii (m.in. elektronika, meble, sprzęt AGD, baterie do samochodów elektrycznych), oraz stopniowa poprawa koniunktury w światowym przemyśle (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

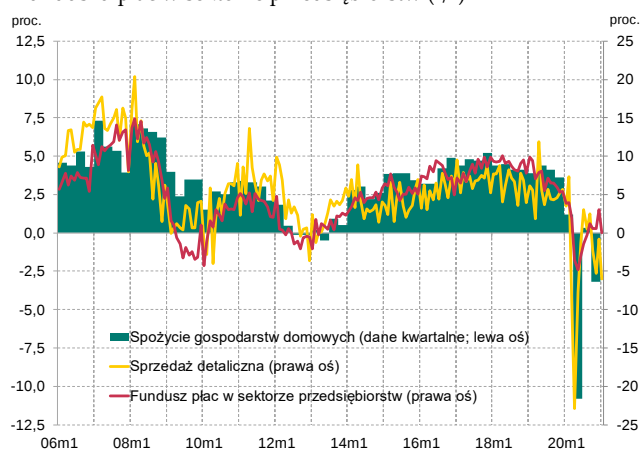
Stabilny dodatni wkład do wzrostu PKB w II połowie 2020 r. nadal miały wydatki rządowe na towary i usługi, czemu sprzyjały m.in. wydatki związane z przeciwdziałaniem pandemii COVID-19.

2.2.1 Konsumpcja

Po silnym spadku w II kw. (o 10,8% r/r), w III kw. ub.r. nastąpił wzrost konsumpcji o 0,4% r/r, wynikający m.in. z realizacji zakupów odroczonych z powodu pierwszej fali pandemii. Natomiast druga fala wzrostu zachorowań w IV kw. spowodowała ponowne obniżenie się spożycia w sektorze gospodarstw domowych, choć w znacznie mniejszej skali niż w II kw. (o 3,2% r/r; Wykres 2.8).

Oslabienie popytu konsumpcyjnego w IV kw. ub.r. wynikało z zaostrzenia sytuacji epidemicznej i towarzyszącego mu samoograniczenia mobilności społeczeństwa oraz zaostrzenia restrykcji dotyczących m.in. działalności hoteli, restauracji, obiektów rozrywki, rekreacji i kultury oraz centrów handlowych (przy czym w grudniu przejściowo poluzowano obostrzenia odnoszące

Wykres 2.8 Dynamika realna konsumpcji, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

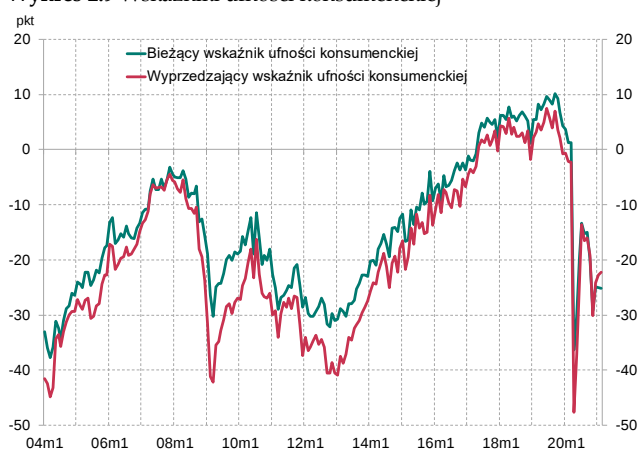
się do handlu). Uwarunkowania te znalazły odzwierciedlenie w pogorszeniu się nastrojów konsumenckich pod koniec roku (Wykres 2.9) oraz mniejszym zainteresowaniu kredytem (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*).

Pomimo znacząco trudniejszej sytuacji epidemicznej w czasie drugiej fali zachorowań, skala obniżenia się konsumpcji była pod koniec 2020 r. znacznie mniejsza niż w czasie pierwszej fali pandemii. Przyczynił się do tego m.in. nieco mniejszy zakres restrykcji, mniejsza skala samoograniczania zakupów przez konsumentów i wyższa niż w II kw. – choć nadal niższa niż przed pandemią – dynamika dochodów z pracy (Wykres 2.8).

Obniżenie się konsumpcji w IV kw. ub.r. dotyczyło zarówno usług – zwłaszcza tych objętych restrykcjami – jak i towarów. Wśród towarów największe spadki sprzedaży dotyczyły odzieży i obuwia, a wobec niższej mobilności ludności wyraźnie obniżyła się też sprzedaż paliw i samochodów. Spadła także dynamika sprzedaży mebli i wyposażenia wnętrz, choć wolumen sprzedaży tych dóbr trwałych wciąż był wyraźnie wyższy niż w analogicznym okresie 2019 r., co może świadczyć o przesunięciu popytu z innych towarów i usług.

Choć w styczniu, wraz z ponownym czasowym ograniczeniem działalności centrów handlowych, spadek sprzedaży detalicznej pogłębił się¹⁶, to dane o transakcjach kartami płatniczymi wskazują, że w lutym dynamika konsumpcji ponownie wzrosła, do czego przyczyniło się poluzowanie restrykcji dotyczących m.in. handlu, zakwaterowania, rekreacji i kultury. Jednocześnie nieco poprawiły się nastroje konsumentów w odniesieniu do ich oceny sytuacji gospodarczej w przyszłości.

Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

¹⁶ Sprzedaż detaliczna w cenach stałych spadła w styczniu br. o 6,0% r/r wobec spadku o 0,8% r/r w grudniu ub.r. i o 2,8% średnio w IV kw. Najmocniej obniżyła się dynamika sprzedaży odzieży i obuwia (wyniosła -40,8% r/r).

2.2.2 Inwestycje

W II połowie 2020 r. aktywność inwestycyjna pozostawała niska – po spadku o 10,7% r/r w II kw., nakłady brutto na środki trwałe obniżyły się o 9,0% r/r w III kw. i 10,9% r/r w IV kw. Spadek inwestycji nadal dotyczył przede wszystkim przedsiębiorstw, podczas gdy dynamika inwestycji publicznych i mieszkaniowych była zbliżona do zera (Wykres 2.10).

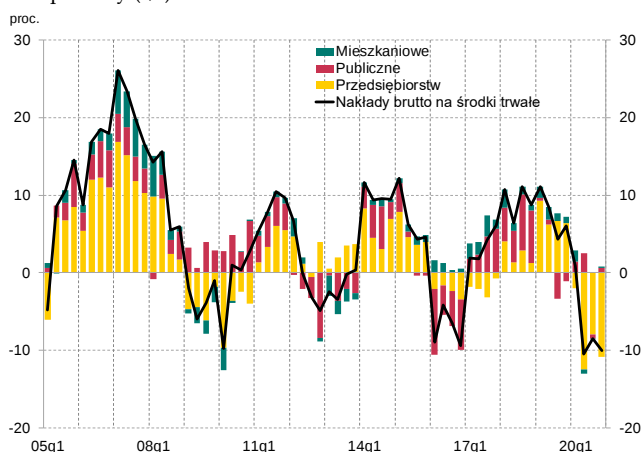
Aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw była w dalszym ciągu ograniczana przez restrykcje epidemiczne, wysoką niepewność dotyczącą dalszego przebiegu pandemii i jej skutków gospodarczych, relatywnie niskie wykorzystanie zdolności produkcyjnych (Wykres 2.11) oraz niższe niż przed pandemią oczekiwania dotyczące przyszłego poziomu aktywności gospodarczej.

W III kw. skala spadku inwestycji przedsiębiorstw była nieco mniejsza niż w II kw. Wzrosły nakłady na środki transportu, co można wiązać z szybszym od początkowych oczekiwań ożywieniem gospodarczym w tym kwartale. Równocześnie pogłębił się spadek inwestycji charakteryzujących się większą inercją, tj. w budynki i budowlę, co przełożyło się na dalsze obniżenie się nakładów w przemyśle, energetyce i handlu (Wykres 2.12). Przy tym małe firmy nadal ograniczały inwestycje mocniej niż firmy duże i średnie, a firmy zagraniczne mocniej niż firmy krajowe – w tym zwłaszcza publiczne, które odnotowały wzrost nakładów w ujęciu rocznym.

Według szacunków NBP, dynamika inwestycji publicznych była w II połowie 2020 r. niższa niż w II kw. i zbliżona do zera. W kierunku jej obniżenia oddziaływał spadek nakładów inwestycyjnych w samorządach. Stabilizacji – na wysokim poziomie – inwestycji publicznych sprzyja przy tym obecna faza cyklu wydatkowania funduszy unijnych.

Z kolei dynamika inwestycji mieszkaniowych, choć również była zbliżona do zera, to w II połowie ub.r. nieco wzrosła względem II kw. Po

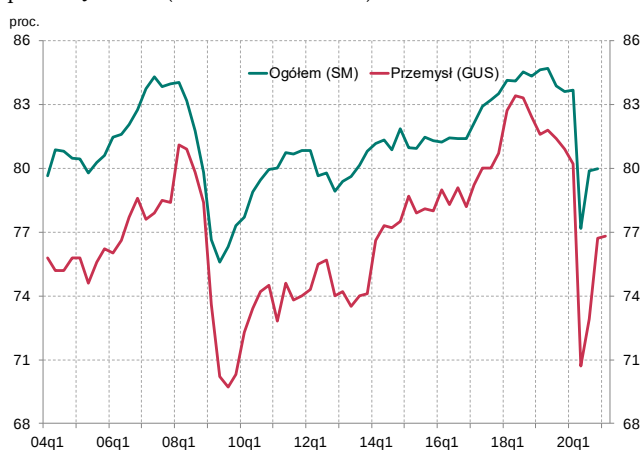
Wykres 2.10 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

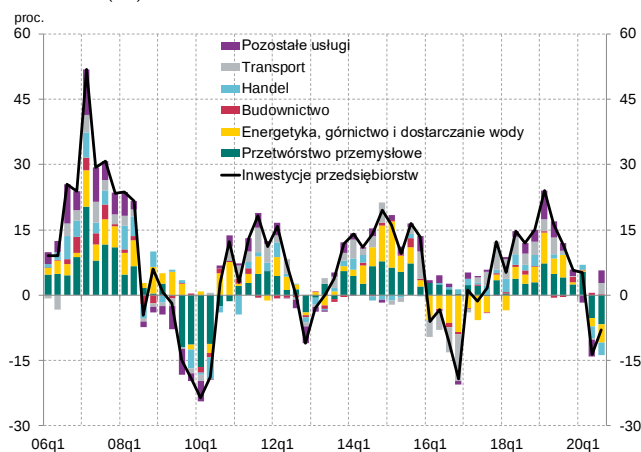
Szacunki NBP.

Wykres 2.11 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane ankietowe NBP i GUS.

Wykres 2.12 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).

częściowym wstrzymaniu transakcji w II kw., aktywność na rynku mieszkaniowym została bowiem wznowiona, a popyt pozostawał relatywnie wysoki (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*).

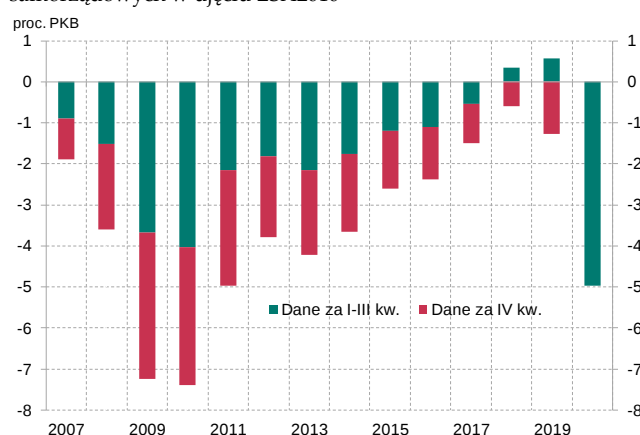
2.2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 za pierwsze trzy kwartały 2020 r. wyniósł 5,0% PKB, z czego ok. 3,8% PKB było rezultatem działań antykryzysowych podjętych przez rząd w reakcji na epidemię. W efekcie, deficyt w okresie I-III kw. ub.r. był wysoki na tle poprzednich lat (Wykres 2.13). Jednocześnie, uwzględniając cząstkowe dane za IV kw. ub.r., w całym 2020 r. deficyt sektora ukształtował się prawdopodobnie na znacznie niższym poziomie niż oceniano w jesiennej notyfikacji fiskalnej przygotowanej przez rząd¹⁷.

Największa część wsparcia antykryzysowego była skoncentrowana w II kw. ub.r. i miała charakter dotacji dla przedsiębiorstw. Do tej kategorii wydatków zaliczane są w szczególności środki z Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR), zwolnienie z opłacania składek ZUS, dofinansowanie kosztów pracy oraz pożyczki w wysokości 5 tys. zł dla mikroprzedsiębiorców.

W związku z drugą falą pandemii, pod koniec ub.r. ogłoszono kolejny pakiet działań antykryzysowych, skierowany do branż, które najmocniej odczuwają skutki zaostrzenia restrykcji sanitarnych. Pakiet ten przewiduje m.in. ponowne uruchomienie subwencji w ramach Tarczy Finansowej PFR dla mikro-, małych i średnich firm oraz całkowite umorzenie otrzymanych przez nie subwencji w pierwszej rundzie (wsparcie na ten cel ma wynieść ok. 20 mld zł). Ponadto, w ramach tzw. tarczy branżowej przedsiębiorcy mogą składać wnioski o

Wykres 2.13 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

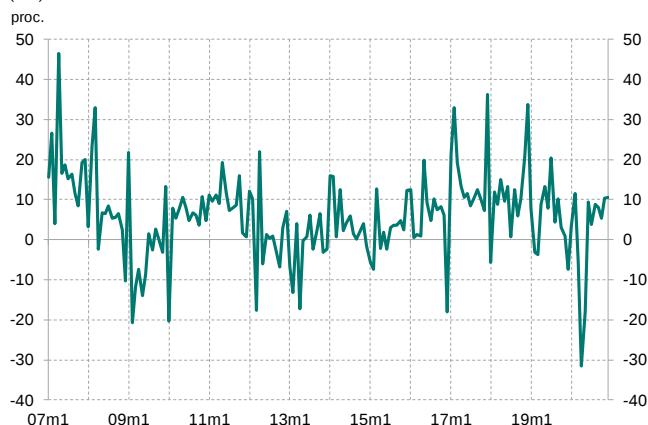
¹⁷ Por. Table 1, *Reporting of Government Deficits and Debt Levels. Member State: Poland*, October 2020, <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/11440377/PL-2020-10.pdf/82a1092f-000f-2be7-e819-de6025899862>.

zwolnienie z opłacania składek ZUS za określone w przepisach miesiące, jednorazowe dodatkowe świadczenie postojowe oraz dopłaty do wynagrodzeń (kwotę wsparcia można szacować na ok. 10 mld zł).

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów, deficyt budżetu państwa w 2020 r. wyniósł 85,0 mld zł, wobec 13,7 mld zł w 2019 r. Do wzrostu deficytu przyczynił się w szczególności duży wzrost wydatków w grudniu ub.r. o 141,1% r/r, związany z prefinansowaniem wydatków, które zostaną zrealizowane w 2021 r.¹⁸ Czynnikiem ograniczającym deficyt było natomiast wyższe od oczekiwanego tempo wzrostu dochodów podatkowych budżetu. W całym 2020 r. były one wyższe o 0,8% r/r i przekroczyły o 20,6 mld zł plan z nowelizacji *Ustawy budżetowej na rok 2020*¹⁹. W II połowie ub.r. wpływy podatkowe budżetu państwa wzrosły o 7,7% r/r (Wykres 2.14), do czego przyczyniła się relatywnie dobra sytuacja na rynku pracy.

Dług Skarbu Państwa na koniec 2020 r. wyniósł 1 097 mld zł, tj. 47,3% PKB, wobec 42,5% PKB na koniec 2019 r. Państwowy dług publiczny był prawdopodobnie zbliżony do tego poziomu (na koniec września ub.r. różnica pomiędzy zadłużeniem Skarbu Państwa a państwowym długiem publicznym wynosiła 6,2 mld zł), a zatem ukształtował się na poziomie wyraźnie poniżej progów 55% i 60% PKB zapisanych w ustawie o finansach publicznych²⁰ oraz Konstytucji RP. Natomiast zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 wzrosło w ub.r. w większym stopniu, przede wszystkim za sprawą znacznych emisji obligacji przez PFR i Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK)²¹. Na podstawie dostępnych informacji

Wykres 2.14 Dynamika dochodów podatkowych budżetu państwa (r/r)



Źródło: dane MF, obliczenia NBP.

Grudzień 2020 r. - dane wstępne MF.

¹⁸ Dotyczy to w szczególności tzw. wydatków niewygasających oraz dotacji przekazanej do Funduszu Solidarnościowego. Wzrost wydatków z tego tytułu nie ma jednak wpływu na wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 w 2020 r. lecz w 2021 r.

¹⁹ Ustawa z dnia 28 października 2020 r. o zmianie ustawy budżetowej na rok 2020 (Dz.U. z 2020 r., poz. 1919).

²⁰ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2019 r., poz. 869, tekst jednolity z późniejszymi zmianami).

²¹ Zgodnie z zapisami ustawy o finansach publicznych, PFR i BGK nie są zaliczane do sektora publicznego. W 2020 r. wyemitowały one obligacje o łącznej wartości nominalnej 166,1 mld zł.

można jednak szacować, że zadłużenie sektora w ujęciu ESA 2010 na koniec 2020 r. również nie przekroczyło poziomu 60% PKB.

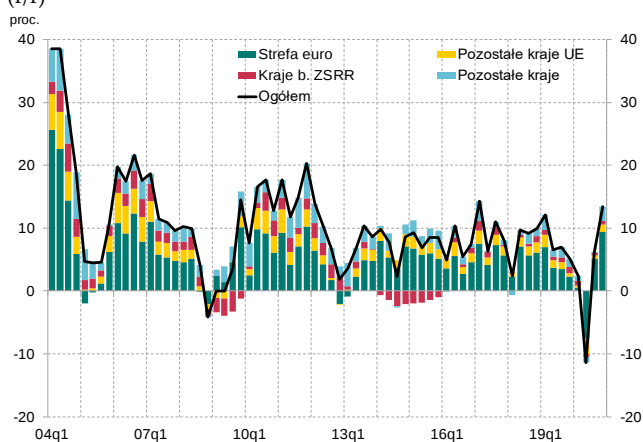
Mimo utrzymującej się dużej niepewności co do dalszego przebiegu epidemii, skala wydatków antykrzysowych w 2021 r. będzie zapewne mniejsza, niż w 2020 r. W połączeniu ze spodziewanym w br. ożywieniem gospodarczym, przemawia to za oczekiwaniem poprawy sytuacji sektora instytucji rządowych i samorządowych.

2.2.4 Handel zagraniczny²²

W II połowie 2020 r. nastąpiło wyraźne ożywienie wymiany handlowej Polski, po głębokich spadkach odnotowanych w II kw. ub.r. W III kw. 2020 r. wartość eksportu towarów wzrosła o 6,2% r/r, przy znacząco niższej dynamice wartości importu wynoszącej 0,6% r/r, co przełożyło się na wzrost nadwyżki w handlu towarami (por. rozdz. 2.7 *Bilans płatniczy*). W IV kw. 2020 r. – pomimo pogorszenia się sytuacji epidemicznej w kraju i u wielu partnerów handlowych Polski – dynamika zarówno eksportu jak i importu przyspieszyła do odpowiednio 13,4% r/r i 7,3% r/r.

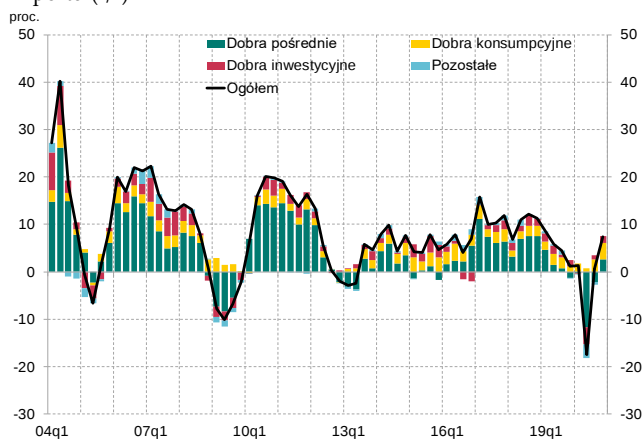
Wzrost dynamiki wartości eksportu dotyczył wszystkich analizowanych grup krajów, jednak najwyraźniej przyspieszył eksport do strefy euro, w szczególności do Niemiec (Wykres 2.15). W ujęciu towarowym największy wkład do tego wzrostu w III kw. odnotowano w kategorii dóbr konsumpcyjnych. W IV kw. 2020 r. – wraz z postępującą odbudową handlu w ramach międzynarodowych łańcuchów dostaw – eksport wspierany był również przez przyspieszenie dynamiki sprzedaży zagranicznej dóbr pośrednich, przede wszystkim towarów zaopatrzeniowych dla przemysłu oraz części i akcesoriów do środków transportu.

Wykres 2.15 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.16 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.

²² 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.

Największy dodatni wkład do dynamiki wartości importu miały dobra konsumpcyjne, zarówno trwałe, jak i nietrwałego użytku (Wykres 2.16). Z kolei w przeciwnym kierunku najsilniej oddziaływało obniżenie się wartości importu paliw, należących do kategorii dóbr pośrednich, które wynikało w większym stopniu z wciąż niższych niż rok wcześniej cen ropy naftowej niż ze spadku wolumenu importu. W kategorii dóbr pozostałych nadal utrzymywał się spadek importu, który dotyczył głównie samochodów osobowych.

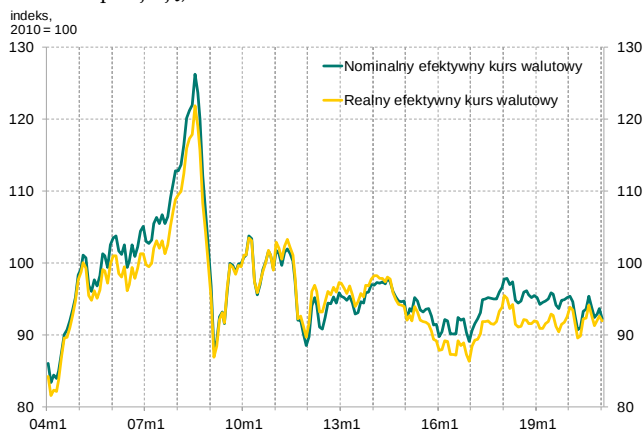
Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny i realny efektywny kurs złotego uległy umocnieniu (Wykres 2.17). Kształtowanie się kursu walutowego pozostawało pod wpływem zarówno uwarunkowań krajowych, jak i czynników globalnych (por. rozdz. 2.5.1 *Rynki finansowe*).

2.2.5 Produkcja

Po wyraźnej odbudowie w III kw. 2020 r. aktywności w przemyśle i usługach, przy jednoczesnym spadku wartości dodanej w budownictwie, w IV kw. w wyniku pogorszenia się sytuacji epidemicznej ponownie doszło do ograniczenia aktywności w usługach – zwłaszcza tych objętych restrykcjami. Równocześnie postępowało ożywienie w przemyśle, który tym razem okazał się być odporny na sytuację epidemiczną. Ograniczeniu uległ też spadek dynamiki produkcji w budownictwie (Wykres 2.18).

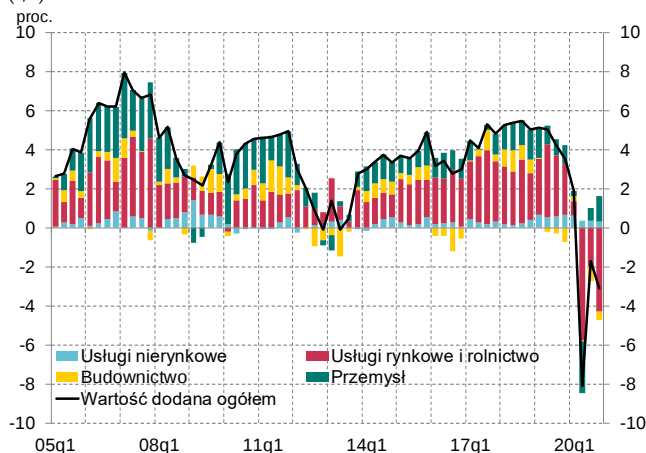
Produkcja przemysłowa wzrosła o 5,2% r/r w IV kw. ub.r. i – po odsezonowaniu – o 5,7% r/r w styczniu br.²³ (wobec wzrostu o 3,2% r/r w III kw.), powracając tym samym do przedpandemicznego trendu wzrostowego. Nadal najszybciej rosła produkcja konsumpcyjnych dóbr trwałych, przyspieszyła jednak też dynamika produkcji dóbr pośrednich oraz – choć w mniejszym stopniu –

Wykres 2.17 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

Wykres 2.18 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

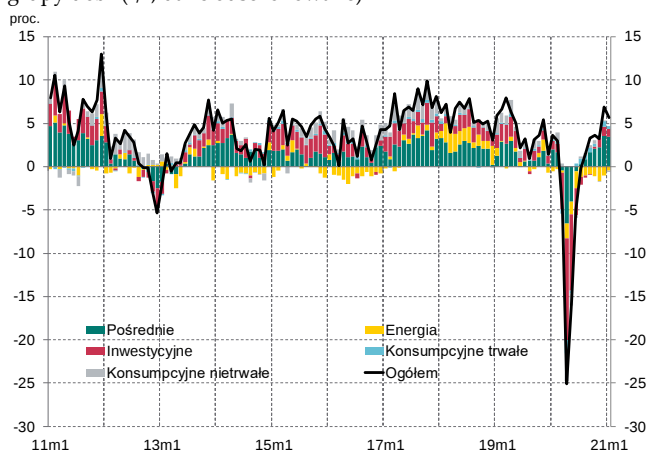
²³ Nieodsezonowana produkcja przemysłowa wzrosła zaledwie o 0,9% r/r, co wynikało z różnicy w liczbie dni roboczych pomiędzy styczniem 2021 r. i styczniem 2020 r.

inwestycyjnych (Wykres 2.19). Aktywność w przemyśle była napędzana wzrostem eksportu, czemu sprzyjała odbudowa popytu ze strony sektora przemysłowego strefy euro oraz relatywnie wysoki udział w polskiej produkcji dóbr trwałych i pośrednich cieszących się wysokim zainteresowaniem konsumentów w czasie pandemii (m.in. elektronika, sprzęt AGD, meble, baterie do samochodów elektrycznych). Jednocześnie – w odróżnieniu od II kw. – nie wystąpiły poważniejsze zaburzenia w globalnych łańcuchach wartości dodanej, mimo pogorszenia się sytuacji epidemicznej na świecie. W rezultacie koniunktura w przemyśle poprawiała się pomimo restrykcji w krajowym handlu i nadal niskiego popytu inwestycyjnego.

W IV kw. ub.r. wzrosła również dynamika produkcji budowlano-montażowej, choć pozostała ona ujemna (wyniosła -2,0% r/r wobec -10,9% r/r w III kw.; Wykres 2.20). Wzrost dynamiki w znacznej mierze wynikał jednak ze statystycznego efektu bazy, zwłaszcza w budownictwie mieszkaniowym, które – w części ze względu na słabą aktywność w końcu 2019 r. – zanotowało dodatnią dynamikę w ujęciu rocznym. Niemniej budownictwu mieszkaniowemu nadal sprzyja utrzymywanie się popytu na relatywnie wysokim poziomie pomimo pandemii. W budownictwie niemieszkalnym oraz infrastrukturalnym dynamika produkcji pozostała natomiast nieznacznie ujemna, co można wiązać z niskim popytem inwestycyjnym przedsiębiorstw (por. Rozdział 2.2.2 *Inwestycje*) oraz relatywnie stabilnym poziomem absorpcji funduszy unijnych w obecnej fazie rozliczania wydatków inwestycyjnych w ramach perspektywy finansowej na lata 2014-2020²⁴.

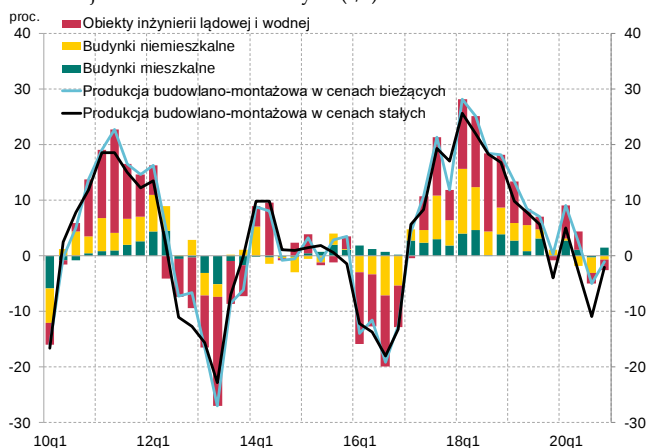
Na początku 2021 r. spadek produkcji budowlano-montażowej ponownie się jednak pogłębił (do 10% r/r w styczniu), na co złożyło się obniżenie się

Wykres 2.19 Dynamika produkcji przemysłowej w podziale na grupy dóbr (r/r, dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS i Eurostat, obliczenia NBP.

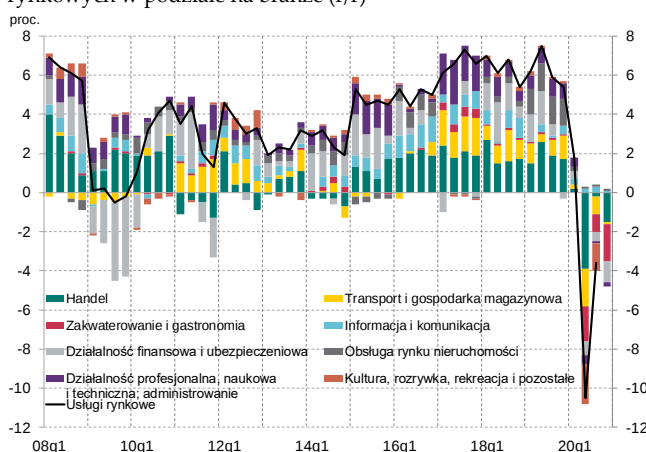
Wykres 2.20 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.21 Wzrost wartości dodanej brutto w usługach rynkowych w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁴ Choć unijna perspektywa finansowa formalnie obejmuje lata 2014-2020, wydatkowanie środków zaplanowanych w ramach tej perspektywy zakończy się w 2023 r.

aktywności w budowie budynków i pracach wykończeniowych. Słabsza koniunktura mogła przynajmniej częściowo wynikać z gorszych niż rok wcześniej warunków pogodowych.

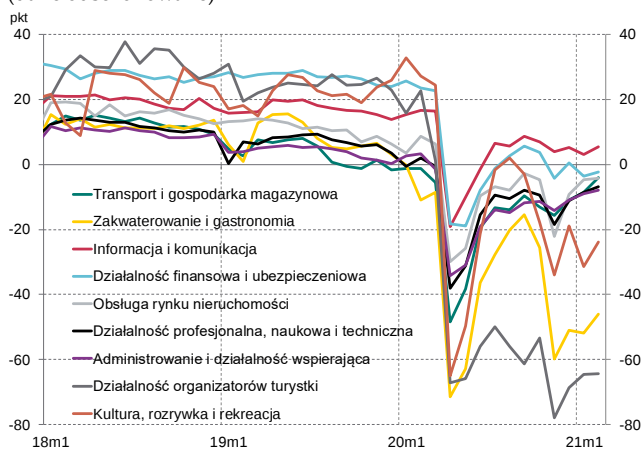
Po wyraźnej poprawie w III kw. ub.r. – zwłaszcza w branżach dotkniętych wcześniej restrykcjami sanitarnymi, tj. w handlu, transporcie oraz zakwaterowaniu i gastronomii²⁵ – koniunktura w usługach rynkowych w IV kw. ponownie się pogorszyła (Wykres 2.21; Wykres 2.22). Obok branż objętych restrykcjami (handel, zakwaterowanie i gastronomia), wartość dodana wyraźnie spadła również w działalności finansowej i ubezpieczeniowej. Spadek wartości dodanej w IV kw. był jednak mniejszy niż w II kw., co wynikało z mniejszej skali restrykcji i samoograniczania popytu przez konsumentów oraz lepszej koniunktury w przemyśle, która sprzyjała wzrostowi aktywności w transporcie. Dostępne dane wskazują jednak, że na początku 2021 r. aktywność w usługach pozostawała niska, co było związane z utrzymywaniem zaostrzonych restrykcji.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W III kw. 2020 r. nastąpiła pewna poprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Wynik na sprzedaży wzrósł o 5,6% r/r wobec spadku o 8,6% r/r w II kw. ub. r., przy obniżeniu się zarówno przychodów, jak i kosztów (Wykres 2.23; Wykres 2.24). Dane ankietowe sugerują, że w warunkach zaostrzonych restrykcji epidemicznych w IV kw. ub. r., które w niejednakowym stopniu dotykały różne firmy, sytuacja finansowa przedsiębiorstw była silnie uzależniona od branży.

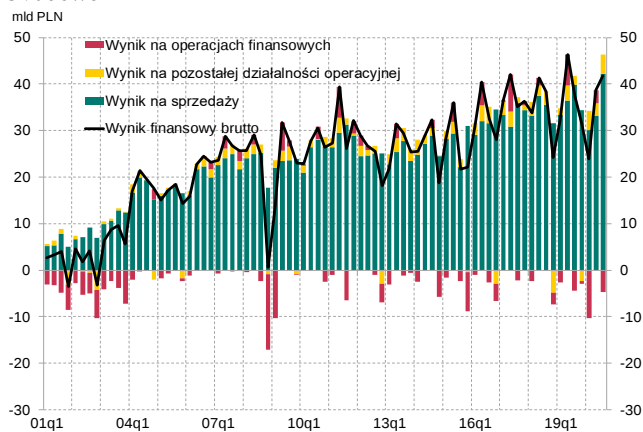
Przychody ze sprzedaży w III kw. ub. r. zmniejszyły się o 3,3% r/r, przy czym ich dynamika w poszczególnych branżach była

Wykres 2.22 Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury w usługach (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.23 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).

²⁵ W zakwaterowaniu i gastronomii oraz kulturze, rozrywce i rekreacji, które w III kw. 2020 r. nadal były częściowo objęte restrykcjami, spadek aktywności pozostał wówczas bardzo głęboki (odpowiednio -29,7% i -43,1% r/r).

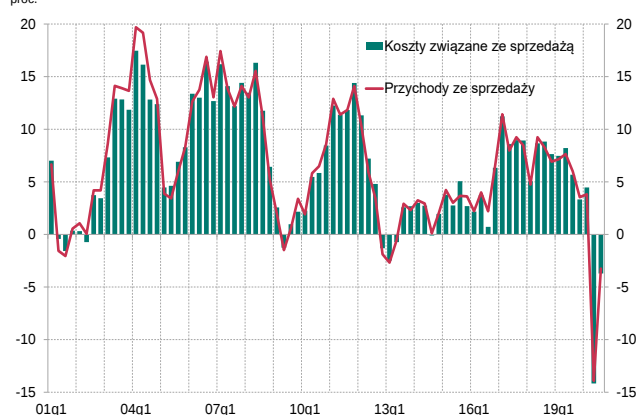
zróznicowana. Największy wzrost sprzedaży odnotowano w pozostałej działalności usługowej, kulturze, rozrywce i rekreacji oraz w przedsiębiorstwach zajmujących się dostawami wody oraz odbiorem ścieków i odpadów oraz rekultywacją. Najsilniej spadła sprzedaż w edukacji, usługach administrowania i działalności wspierającej, a także w hotelach i restauracjach. Przychody ogółem obniżyły się w III kw. ub. r. w mniejszym stopniu niż przychody ze sprzedaży (o 2,1% r/r), głównie za sprawą wypłat pomocy publicznej w ramach rządowych programów anty kryzysowych oraz większych niż przed rokiem wpływów z dywidend.

Koszty związane ze sprzedażą²⁶ obniżyły się w III kw. 2020 r. w większym stopniu niż przychody ze sprzedaży (o 3,7% r/r), co oddziaływało w kierunku poprawy wyniku na sprzedaży. Ich spadek wiązał się głównie z wyraźnie niższymi niż przed rokiem cenami surowców (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), zmniejszeniem potrzeb zaopatrzeniowych oraz kosztów usług obcych. Wyższe niż rok wcześniej były natomiast koszty pracy, energii i odpisy amortyzacyjne.

Poprawa wyniku finansowego przy jednoczesnym spadku sprzedaży sprawiła, że w III kw. ub. r. wskaźniki rentowności ukształtowały się na poziomie wyższym niż przed rokiem (Tabela 2.3). Udział firm rentownych nie zmienił się względem III kw. 2019 r. Z kolei udział zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej w III kw. ub.r. nieznacznie się obniżył.

W III kw. 2020 r. wskaźnik płynności finansowej pozostał na wysokim poziomie, co było efektem w szczególności rządowych programów wsparcia płynnościowego dla przedsiębiorstw oraz nadal niskich nakładów inwestycyjnych firm (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*; Tabela 2.3).

Wykres 2.24 Dynamika przychodów 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 trwale przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

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

	Średnia 2004- 2019	2019				2020		
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,0	4,5	4,6	5,0	4,1	3,9	4,9	5,5
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,1	3,4	4,8	3,8	2,9	2,4	4,5	4,4
Udział firm rentownych	72,5	76,3	75,9	76,0	75,7	74,4	73,3	76,0
Wskaźnik płynności I stopnia	34,7	34,7	34,6	35,4	38,1	38,9	42,6	42,9
Wskaźnik rentowności aktywów	1,3	1,0	1,5	1,1	0,9	0,7	1,1	1,2
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	13,1*	15,2	15,3	15,6	15,5	15,9	15,9	15,3

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Udział firm rentownych – dane odsezonowane.

*Dla udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej średnia została wyliczona za lata 2013-2019.

²⁶ Koszty związane ze sprzedażą są rozumiane jako koszty ogółem z wyłączeniem kosztów pozostałej działalności operacyjnej i kosztów finansowych.

Dane ankietowe NBP wskazują, że w IV kw. ub. r., w warunkach zaostrzonych restrykcji epidemicznych, sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw pozostawała silnie zróżnicowana w zależności od branży. Odsetek firm oceniających swoją sytuację jako dobrą lub bardzo dobrą wyniósł w IV kw. ub. r. 74,6% wobec 74,4% w III kw. i 77,7% w IV kw. 2019 r. Pozytywne oceny sytuacji finansowej przeważały w przemyśle i budownictwie, podczas gdy w branżach najsilniej dotkniętych restrykcjami (hotele, restauracje, turystyka) dominowały oceny negatywne. Pomimo zaostrzenia restrykcji, w IV kw. ub. r. nieznacznie spadł udział firm deklarujących problemy z płynnością finansową bądź regulowaniem zobowiązań kredytowych i handlowych.

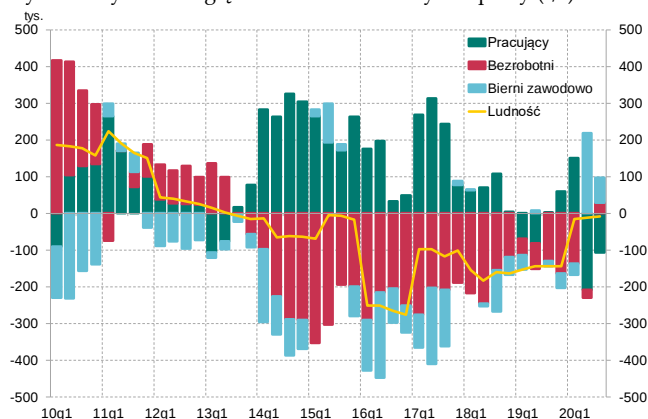
2.4 Rynek pracy

Po spadku popytu oraz podaży pracy podczas pierwszej fali pandemii, w III kw. ub.r. sytuacja na rynku pracy poprawiła się. Natomiast w IV kw. – wraz z zaostrzeniem sytuacji epidemicznej i wprowadzeniem związanych z tym obostrzeń – odbudowa popytu na pracę uległa wyhamowaniu.

W szczególności, liczba pracujących według BAEL w III kw. ub.r. ukształtowała się o 0,6% poniżej poziomu sprzed roku, wobec spadku o 1,3% r/r w II kw. (Wykres 2.25). Odbudowa zatrudnienia jaka miała miejsce w III kw. dotyczyła przede wszystkim sektora usługowego i – w mniejszym stopniu – przemysłowego, przy dalszym osłabieniu dynamiki wzrostu liczby pracujących w budownictwie. Jednocześnie liczba pracowników, którzy nie wykonywali swoich obowiązków w związku z przestojem zakładu pracy lub świadczyli pracę w ograniczonym wymiarze, spadła do poziomów obserwowanych przed pandemią.

Dostępne dane za IV kw. ub.r. wskazują, że druga fala wzrostu zakażeń i związane z nią obostrzenia spowolniły tempo poprawy na krajowym rynku pracy. Liczba pracujących w sektorze

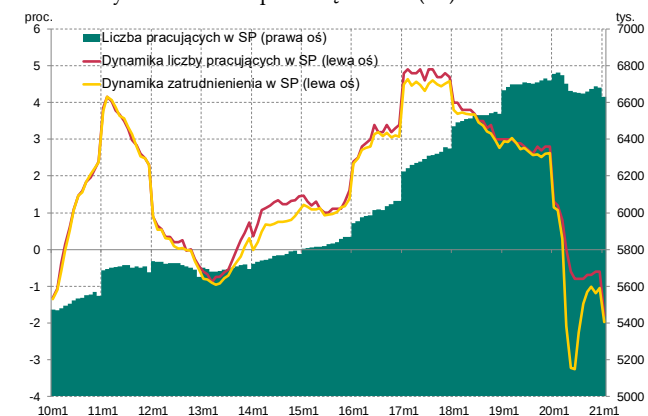
Wykres 2.25 Zmiany liczebności podstawowych grup ludności wyróżnionych ze względu na ich status na rynku pracy (r/r)



Źródło: dane GUS.

Ludność oznacza populację generalną, do której odnosi się uogólnianie wyników BAEL. Stanowi ona ludność Polski w wieku 15 lat i więcej zamieszkałą w gospodarstwach domowych.

Wykres 2.26 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Dane o pracujących w SP odnoszą się do stanu na ostatni dzień miesiąca, bez przeliczania osób niepełnozatrudnionych na pełne etaty. Dane te obejmują szerszy krąg osób niż kategoria przeciętnego zatrudnienia, wliczając właścicieli i współwłaścicieli firm prowadzących działalność gospodarczą, a także m.in. osoby przebywające na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych i macierzyńskich, które w tylko ograniczonym stopniu ujęte są w statystykach zatrudnienia.

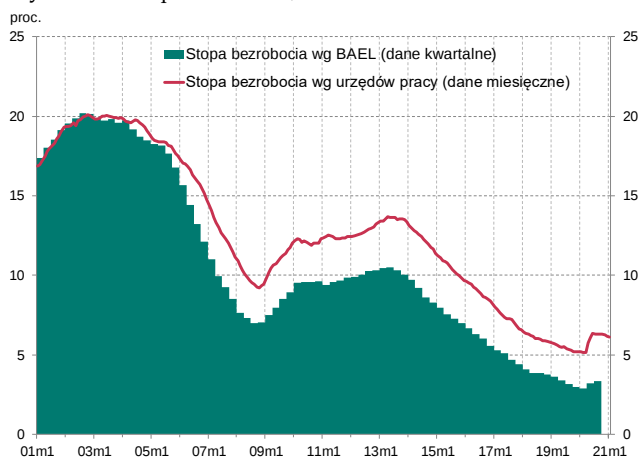
przedsiębiorstw (SP)²⁷ w IV kw. ukształtowała się na poziomie o 0,6% niższym niż przed rokiem (Wykres 2.26), a liczba ofert pracy w urzędach obniżyła się o 5,4% r/r. Dane za styczeń br., wskazały przy tym na spadek liczby pracujących w SP oraz zmniejszenie zainteresowania firm rekrutacją nowych pracowników²⁸.

Współczynnik aktywności zawodowej w III kw. 2020 r. wzrósł do 56,4%, wobec 55,5% w II kw. Przyczyniła się do tego przede wszystkim aktywizacja osób w wieku 45-59/64 lat, przy wciąż wyraźnie niższej niż przed rokiem aktywności zawodowej osób w wieku 15-24 lat. Jednocześnie stopień niewykorzystania potencjalnych zasobów pracy w okresie pandemii wzrósł tylko nieznacznie²⁹.

Stopa bezrobocia według BAEL w III kw. ub.r. wzrosła do 3,3% wobec 3,1% w II kw. (Wykres 2.27). Do wzrostu liczby bezrobotnych – mimo ożywienia aktywności gospodarczej jakie miało wówczas miejsce – przyczynił się odroczoney napływ do tej zbiorowości osób, które w II kw. nie spełniły kryteriów definicji osoby bezrobotnej według BAEL. Niekorzystne zmiany na rynku pracy najmocniej odczuły osoby najmłodsze, w wieku 15-24 lat³⁰.

Według danych z urzędów pracy, stopa bezrobocia rejestrowanego w IV kw. ub.r. i na początku 2021 r.³¹ utrzymała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w III kw. (ok. 6,1%; Wykres 2.27). Stabilizacja stopy bezrobocia nastąpiła w warunkach utrzymującej się znacznie

Wykres 2.27 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane odsezonowane i skorygowane przez NBP o wpływ zmiany metodologii GUS w 2012 r. 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.

²⁷ Dane z sektora przedsiębiorstw obejmują przedsiębiorstwa o liczbie pracujących przekraczającej 9 osób i nie uwzględniają pracujących w oparciu o umowy cywilnoprawne. Ponadto sektor ten nie obejmuje niektórych obszarów działalności gospodarczej, w szczególności administracji publicznej, edukacji, ochrony zdrowia, rolnictwa oraz działalności finansowej i ubezpieczeniowej.

²⁸ W styczniu 2021 r. liczba pracujących w SP obniżyła się o 0,8% w stosunku do grudnia 2020 r. Jednocześnie liczba ofert w urzędach pracy w styczniu 2021 r. spadła o 1,1% w ujęciu miesięcznym (po odsezonowaniu) i ukształtowała się na poziomie o 16,3% niższym niż przed rokiem.

²⁹ Potencjalny zasób pracy to łączna liczba osób: (i) bezrobotnych, (ii) biernych zawodowo poszukujących pracy ale niegotowych do jej podjęcia, (iii) biernych zawodowo nieposzukujących pracy ale gotowych do jej podjęcia oraz (iv) niepełnozatrudnionych, którzy mogliby i chcieliby pracować w większym wymiarze czasu pracy. Udział tej grupy w populacji aktywnych zawodowo – poszerzonej o wymienione powyżej kategorie biernych zawodowo – po przejściowym wzroście do 6,3% w II kw. 2020 r. wyniósł – podobnie jak w I kw. 2020 r. – 6,1% (dla grupy wieku 20-64 lata).

³⁰ W tej grupie osób stopa bezrobocia wzrosła z 9,5% w II kw. 2020 r. do 12,5% w III kw.

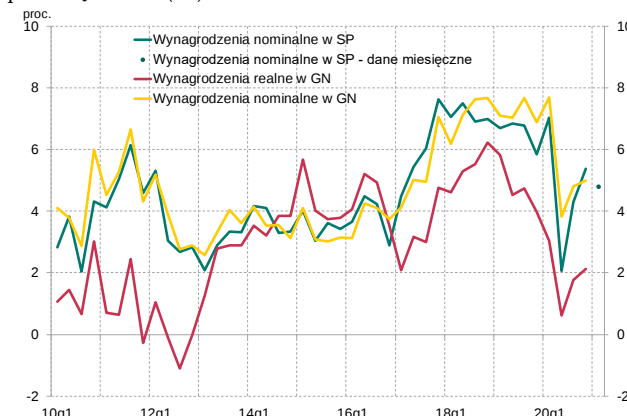
³¹ Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu br. wyniosła 6,5%, wobec 6,2% w grudniu 2020 r. Po uwzględnieniu efektów sezonowych odczyt ten oznacza spadek stopy bezrobocia do 6,1% (tj. o 0,1 pkt proc. w ujęciu miesięcznym).

mniej niż przed rokiem liczby rejestracji oraz wyrejestrowań z rejestru osób bezrobotnych. Wiązało się to ze wzrostem udziału osób pozostających bez pracy dłużej niż 6 m-cy wśród wszystkich zarejestrowanych bezrobotnych.

Dostępne dane wskazują, że odpływ migrantów z krajowego rynku pracy pozostaje ograniczony. O ile dane z lądowych przejść granicznych z Ukrainą wskazują, że liczba cudzoziemców przebywających na terenie Polski obniżyła się w okresie pandemii, to liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS wyraźnie wzrosła w ujęciu rocznym³².

W II połowie ub.r. przyspieszył wzrost przeciętnych wynagrodzeń. Wraz z przywracaniem trybu pracy sprzed pandemii w sektorze prywatnym, dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w III kw. ub.r. osiągnęła poziom 4,8% r/r, wobec 3,8% r/r w II kw. Mimo ponownego zaostrzenia restrykcji epidemicznych pod koniec ub.r., dynamika przeciętnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej wzrosła w IV kw. do 5,0% r/r. Przyczynił się do tego wzrost dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw z 4,3% r/r w III kw. do 5,4% r/r w IV kw. (Wykres 2.28). W znacznym stopniu wynik ten odzwierciedlał wysokie odczyty dynamiki wynagrodzeń w przemyśle w grudniu ub.r., towarzyszące znacznemu przyspieszeniu tempa wzrostu wydajności pracy w tym sektorze. Z początkiem 2021 r. dynamika płac w SP nieco się obniżyła, z poziomu 6,6% r/r w grudniu ub.r. do 4,8% r/r w styczniu br.

Wykres 2.28 Dynamika (r/r) wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz nominalnych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (SP) dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 i więcej. Dane o wynagrodzeniach w gospodarce narodowej (GN) dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących. Wykres przedstawia dane kwartalne (linie) oraz dane miesięczne za styczeń 2021 r. (kropka).

³² Dane o liczbie przekroczeń granicy na lądowych przejściach granicznych pomiędzy Polską a Ukrainą wskazują, że liczba przebywających w Polsce cudzoziemców zmniejszyła się w 2020 r. o 46,0 tys., przy czym tylko część tego odpływu dotyczyła osób związanych z krajowym rynkiem pracy (pozostałą część stanowili np. członkowie rodzin). Jednocześnie liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS według stanu na koniec grudnia 2020 r. przewyższała o 73,7 tys. (tj. o 11,3%) stan z końca 2019 r. Przyrost ten odzwierciedla obserwowaną od kilku lat tendencję zwiększania się odsetka obcokrajowców odprowadzających składki do polskiego systemu ubezpieczeń społecznych.

2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

Po istotnym poluzowaniu polityki pieniężnej NBP w I połowie 2020 r.³³, w kolejnych miesiącach NBP utrzymywał podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuował pozostałe działania podjęte w reakcji na pandemię.

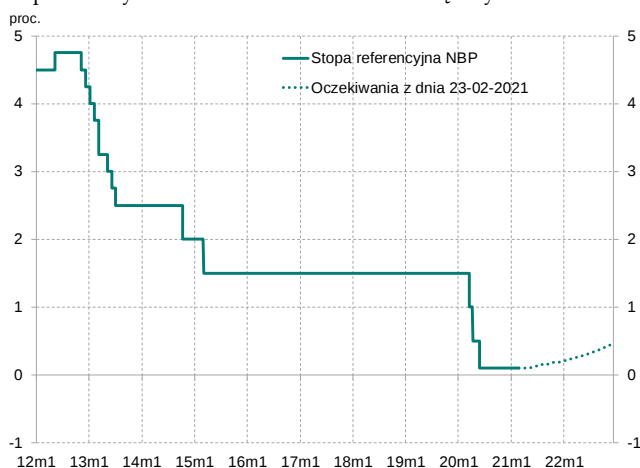
W szczególności stopa referencyjna NBP została utrzymana na poziomie 0,1% (Wykres 2.29). Jednocześnie NBP nadal prowadził operacje skupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Terminy i skala prowadzonych działań były uzależnione od warunków rynkowych. Wielkość skupu papierów wartościowych od połowy 2020 r. była mniejsza niż przy pierwszej fali pandemii, a łącznie (do końca lutego br.) NBP skupił papiery wartościowe o wartości nominalnej 109,7 mld zł, tj. 115,5 mld zł w cenie zakupu (Wykres 2.30). NBP w dalszym ciągu oferował także kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przez banki.

W okresie od publikacji poprzedniego *Raportu* NBP dokonał także interwencji na rynku walutowym, które miały na celu wzmocnienie oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej NBP na gospodarkę.

2.5.1 Rynki finansowe

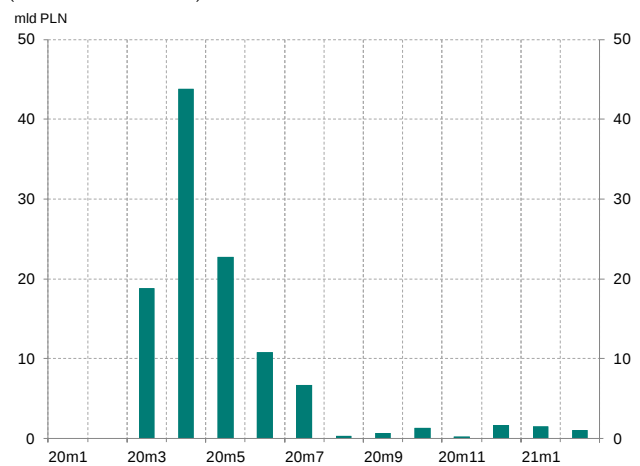
Podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie, po wyraźnym spadku w I połowie ub.r., w ostatnim czasie rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce wzrosły, choć pozostają na niskim poziomie (Wykres 2.31; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*)³⁴. Niskim rentownościom obligacji skarbowych w Polsce nadal sprzyjały niski bieżący poziom stóp

Wykres 2.29 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



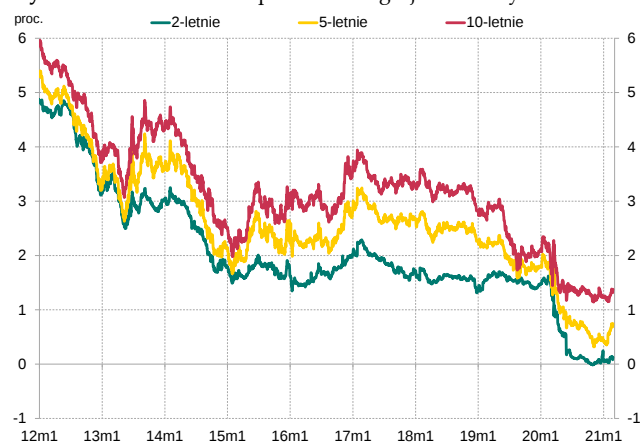
Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.30 Skala strukturalnych operacji otwartego rynku przeprowadzonych przez NBP w poszczególnych miesiącach (wartość nominalna)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.31 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

³³ Por. Ramka 2: *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w reakcji na pandemię COVID-19 w: Raport o inflacji – lipiec 2020 r., NBP.*

³⁴ W lutym br. rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych wyniosła średnio 1,3%, a 2-letnich 0,1%.

procentowych NBP, oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się krótkoterminowych stóp procentowych w przyszłości oraz trwający skup papierów wartościowych przez NBP. W kierunku niskich rentowności oddziaływała również silnie akomodacyjna polityka pieniężna na świecie, w tym zbliżony do zera lub ujemny poziom stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych oraz prowadzony przez wiele banków centralnych skup aktywów (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

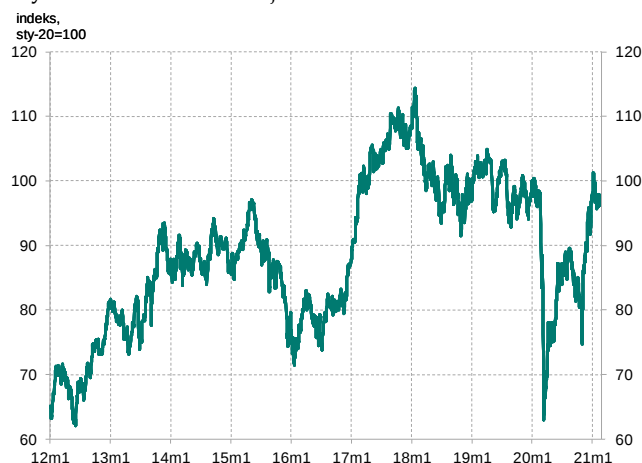
Pod koniec 2020 r. ceny akcji na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wyraźnie wzrosły i na początku 2021 r. ustabilizowały się na poziomach zbliżonych do notowanych przed rokiem, tj. przed wybuchem pandemii COVID-19 (Wykres 2.32). Wyższym cenom akcji w Polsce sprzyjał wzrost apetytu na ryzyko i związany z nim wzrost indeksów giełdowych na światowych rynkach finansowych.

Od końca października 2020 r. złoty umocnił się wobec głównych walut (Wykres 2.33)³⁵. Istotnym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się kursu złotego w okresie pandemii – poza obecną i oczekiwaną sytuacją gospodarczą oraz epidemiczną w Polsce i za granicą – była silnie ekspansywna polityka pieniężna banków centralnych za granicą, w tym w największych gospodarkach rozwiniętych (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Czynnikiem ograniczającym skalę aprecjacji złotego były natomiast interwencje NBP na rynku walutowym.

2.5.2 Rynek nieruchomości³⁶

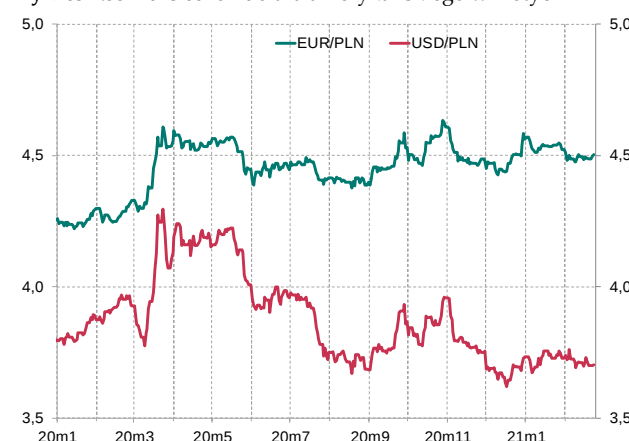
W 2020 r. aktywność na rynku mieszkaniowym obniżyła się, co było związane z epidemią i związanymi z nią restrykcjami. Przełożyło się to na obniżenie liczby transakcji w trzech ostatnich

Wykres 2.32 Indeks cen akcji WIG



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.33 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

³⁵ Z kolei łącznie od wybuchu pandemii złoty umocnił się do dolara o około 6%, a wobec euro osłabił się o około 4% (zmiana kursu względem końca lutego 2020 r.).

³⁶ 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 III kwartale 2020 r.* NBP, grudzień 2020 r.

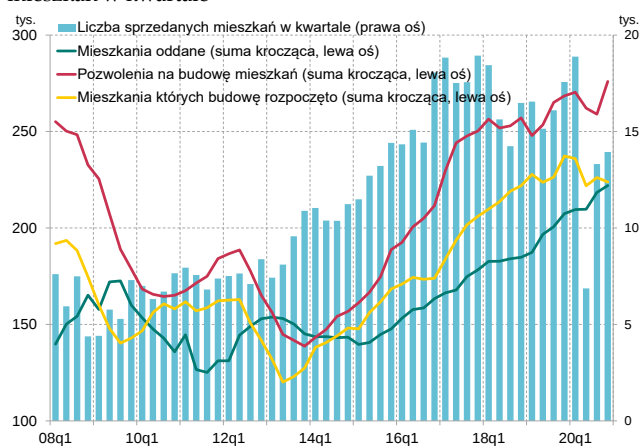
kwartałach ub. r. względem analogicznego okresu 2019 r. Jednocześnie nastąpił dalszy, choć nieco wolniejszy, wzrost cen transakcyjnych na rynku pierwotnym oraz na rynku wtórnym (w ujęciu rocznym).

Najgłębszy spadek liczby sprzedanych mieszkań na rynkach pierwotnych głównych miast nastąpił w II kw. Natomiast w III i IV kw. 2020 r. odnotowano znaczący wzrost liczby transakcji, choć nadal ich ilość była niższa od notowanej przed pandemią (Wykres 2.34). W IV kw. ub.r. istotnie zwiększyła się liczba wydanych pozwoleń na budowę mieszkań³⁷, co jednak może być skutkiem zmiany regulacji dotyczących standardów energetycznych³⁸. Pomimo utrudnień epidemicznych liczba mieszkań oddanych do użytkowania ponownie wzrosła, natomiast liczba rozpoczętych budów spadła, choć utrzymała się na wysokim poziomie³⁹. Koszty budowy mieszkań nadal rosły w konsekwencji utrzymującego się od dłuższego czasu wysokiego popytu budowlanego, który oddziaływał w kierunku wzrostu cen gruntów i materiałów.

Według danych NBP w IV kw. 2020 r. średnie ceny transakcyjne⁴⁰ na rynku pierwotnym wzrosły o 1,5% kw./kw., a na rynku wtórnym spadły o 0,3% kw./kw. (Wykres 2.35)⁴¹.

Na rynku nieruchomości biurowych w III kw. 2020 r. utrzymywała się wysoka podaż nowych powierzchni, będąca wynikiem wcześniej rozpoczętych budów. Sprzyjały temu utrzymujące się w ostatnich latach wyższe stopy zwrotu z inwestycji w tego typu nieruchomości w Polsce niż

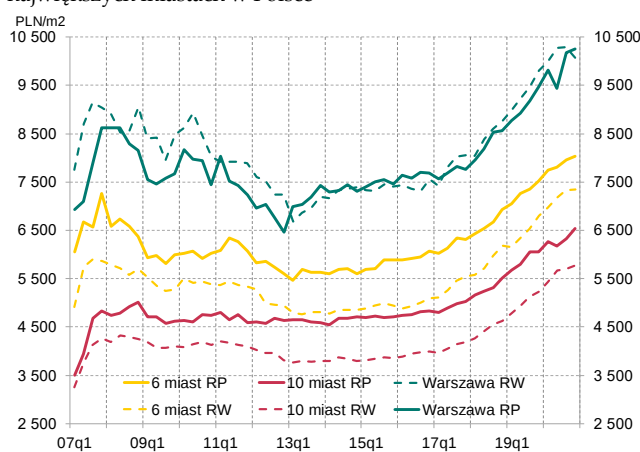
Wykres 2.34 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (suma dla czterech kwartałów krocąco) oraz liczba sprzedanych nowych mieszkań w kwartale



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

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

Wykres 2.35 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.

³⁷ W 2020 r. w Polsce wydano ok. 275,9 tys. pozwoleń na budowę mieszkań, tj. ok. 7,5 tys. więcej niż w 2019 r. (wzrost r/r o 2,8%). Jednocześnie deweloperzy sygnalizowali utrudnienia związane z wydawaniem pozwoleń np. w Warszawie.

³⁸ Rozporządzenie Ministra Infrastruktury z dnia 12 kwietnia 2002 r. w sprawie warunków technicznych, jakim powinny odpowiadać budynki i ich usytuowanie, wskazuje w par. 329, że od dnia 1 stycznia 2021 r. obowiązują nowe standardy energetyczne.

³⁹ W 2020 r. w Polsce oddano do użytkowania ok. 222,0 tys. mieszkań, tj. ok. 14,6 tys. więcej niż w 2019 r. (wzrost r/r o 7,0%). Jednocześnie rozpoczęto budowę ok. 223,8 tys. mieszkań, tj. ok. 13,4 tys. mniej niż 2019 r. (spadek r/r o 5,7%).

⁴⁰ Omawiane dane obejmują transakcje zawarte w okresie wrzesień – listopad 2020 r., a więc IV kw. 2020 r. opisywany w rozdziale nie pokrywa się w pełni z kwartałem roku kalendarzowego.

⁴¹ Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m²) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu rocznym tak definiowana dynamika cen wynosiła w IV kw. 2020 r. na rynku pierwotnym 7,6%, a na rynku wtórnym 6,7%.

za granicą. Spadek popytu w połączeniu z rosnącą podażą spowodowały nieznaczny wzrost stopy pustostanów w dużych miastach (do 10,7% z 9,0% w II kw.).

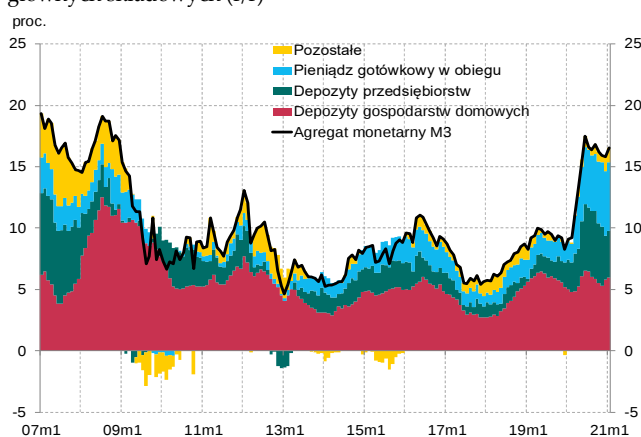
Podobnie jak w poprzednich okresach w segmencie nieruchomości handlowo-usługowych w III kw. 2020 r. odnotowano jedynie niewielki przyrost nowych powierzchni. Od kilku lat najemcy lokali w obiektach handlowych przestawiają się na handel elektroniczny, co osłabia popyt na najem powierzchni handlowych. W tych warunkach silnie rozwija się natomiast sektor magazynowy. Oprócz firm handlowych, w tym zajmujących się handlem elektronicznym, popyt w tym segmencie generują głównie firmy logistyczne.

2.6 Pieniądz i kredyt⁴²

Dynamika roczna agregatu M3 – po silnym wzroście w czasie pierwszej fali pandemii – w II połowie ub.r. stopniowo się obniżala (w III kw. wyniosła 16,6% r/r, a w IV kw. 16,0%, wobec 17,5% w II kw.; Wykres 2.36). Nieznaczne osłabianie się dynamiki M3 było związane z wolniejszym tempem przyrostu depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych⁴³.

Wśród czynników kreacji pieniądza największy udział w jego wzroście miał wzrost zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego, do czego przyczyniło się finansowanie rządowych działań antykryzysowych (Wykres 2.37). Znaczny wpływ na kształtowanie się podaży pieniądza miał również wzrost aktywów zagranicznych netto i zadłużenia instytucji finansowych z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych (m.in. przez PFR). W kierunku ograniczenia tempa wzrostu agregatu M3 oddziaływał natomiast spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw i

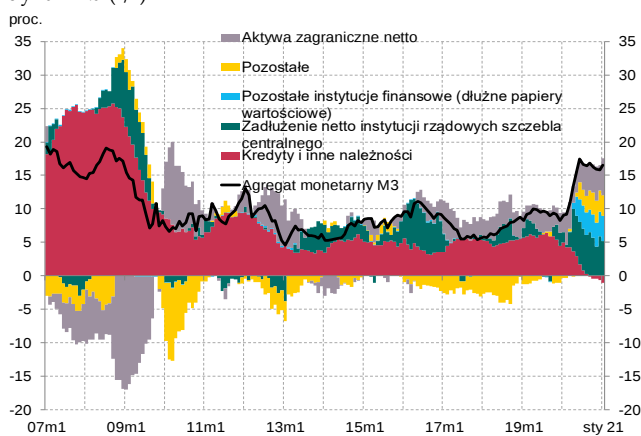
Wykres 2.36 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.37 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.

⁴² 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.

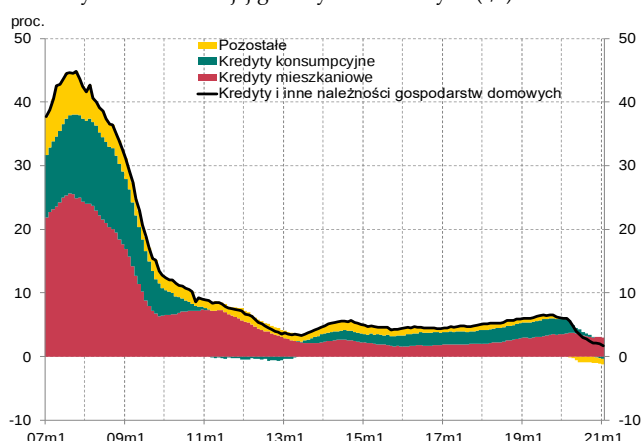
⁴³ W styczniu 2021 r. dynamika agregatu M3 ponownie przyspieszyła (do 16,5% r/r), głównie za sprawą nieco szybszego tempa wzrostu gotówki w obiegu i depozytów gospodarstw domowych.

niższa dynamika kredytów dla gospodarstw domowych.

Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych obniżyła się (do 2,1% r/r w IV kw. ub.r.⁴⁴ wobec 2,7% r/r w III kw. ub.r.; Wykres 2.38) pod wpływem m.in. niższego popytu zwłaszcza na kredyt konsumpcyjny. Mniejsza skłonność do zaciągania kredytów wynikała z restrykcji ograniczających działalność m.in. centrów handlowych oraz samoograniczania się konsumentów w związku z pogorszeniem sytuacji epidemicznej (por. rozdz. 2.2.1 *Konsumpcja*). Obniżenie dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych było więc głównie efektem obniżenia się tempa wzrostu kredytów konsumpcyjnych (do -0,2% r/r w IV kw. 2020 r. wobec 1,5% r/r w III kw. 2020 r.), przy względnej stabilizacji dynamiki kredytów mieszkaniowych (5,3% r/r w IV kw. ub.r. wobec 5,6% r/r w III kw. ub.r.)⁴⁵. Po wcześniejszym zaostrzeniu polityki kredytowej, w II połowie 2020 r. banki złagodziły kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych, jednocześnie podnosząc marżę kredytową⁴⁶.

Dynamika roczna kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła w IV kw. 2020 r. -5,3% r/r⁴⁷ w porównaniu z -3,3% r/r w III kw. 2020 r. Złożyło się na to pogłębienie spadku kredytów o charakterze bieżącym (do -14,2% r/r w IV kw. ub.r. wobec -11,7% r/r w III kw. ub.r.) i spowolnienie wzrostu kredytów o charakterze inwestycyjnym (1,6% r/r w IV kw. ub.r. wobec 3,5% r/r w III kw. ub.r.; Wykres 2.39). Spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw wynikał w dużym stopniu z ograniczenia popytu na finansowanie bankowe ze strony firm, w tym na skutek uzyskania przez przedsiębiorstwa wsparcia finansowego w

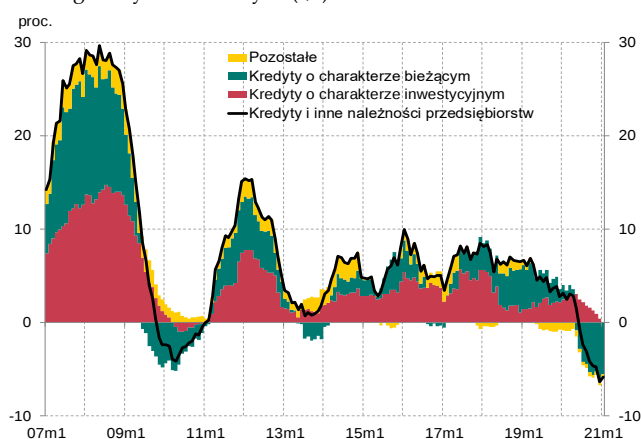
Wykres 2.38 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.39 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład 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.

⁴⁴ W styczniu 2021 r. odnotowano dalsze spowolnienie dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych do 1,7% r/r.

⁴⁵ W kategorii kredytów mieszkaniowych rosły kredyty złotowe (o 10,3% r/r), przy dalszym spadku wartości portfela kredytów walutowych (dynamika -7,6% r/r).

⁴⁶ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2020 r.*, NBP, październik 2020 r.; *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2021 r.*, NBP, styczeń 2021 r.

⁴⁷ W styczniu 2021 r. odnotowane dalsze pogłębienie spadku dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw do -5,7% r/r.

ramach rządowych działań antykryzysowych. W kierunku spadku popytu na kredyt oddziaływało również ograniczenie skali działalności przez część przedsiębiorstw oraz wzrost niepewności. Obniżonemu popytowi na kredyt towarzyszyło pewne zaostrzenie polityki kredytowej banków w tym segmencie rynku⁴⁸.

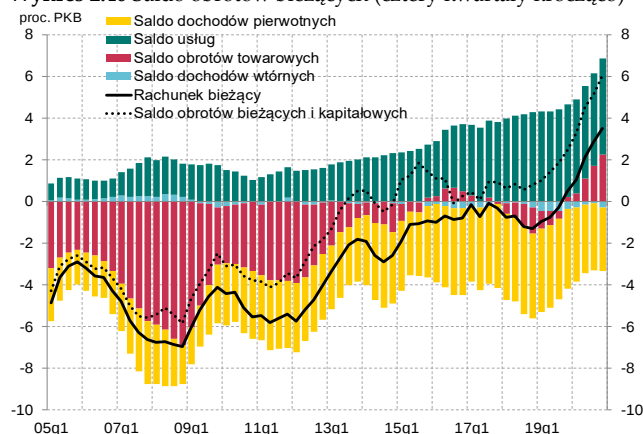
2.7 Bilans płatniczy

W II połowie 2020 r. saldo obrotów bieżących poprawiło się względem I połowy ub.r. W III kw. 2020 r. saldo rachunku bieżącego wzrosło do 2,8% PKB (wobec 2,1% w II kw. ub.r.; Wykres 2.40)⁴⁹, a szacunkowe dane miesięczne wskazują na jego dalszy wzrost do 3,5% PKB w IV kw. ub.r. Poprawa wynikała przede wszystkim z wyższego niż przed rokiem salda obrotów towarowych i usług oraz – choć w mniejszym stopniu – zmniejszenia się deficytu dochodów pierwotnych.

Poprawa salda towarowego wynikała z relatywnie wysokiej dynamiki eksportu odnotowanej w III i IV kw. 2020 r. (odpowiednio 6,3% r/r i 14,8% r/r) przy wyraźnie niższej dynamice importu (odpowiednio 0,5% r/r i 9,8% r/r; por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Pomimo spadku obrotów w handlu usługami nadwyżka w tej kategorii utrzymała się na wysokim poziomie (4,6% PKB w IV kw.). O nadwyżce w handlu usługami zdecydowały głównie wysokie salda usług transportowych oraz pozostałych usług, w tym usług biznesowych. Z kolei saldo dochodów pierwotnych nieznacznie poprawiło się, choć pozostało ujemne ze względu na dochody uzyskane przez zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym wynikająca z napływu środków z Unii Europejskiej wyniosła

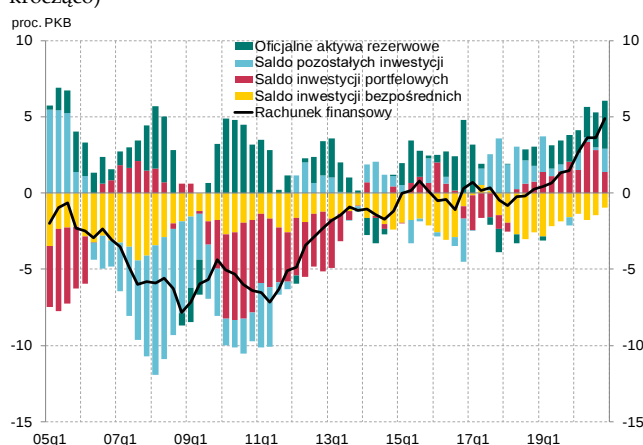
Wykres 2.40 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dane za IV kw. ub.r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2020 r.

Wykres 2.41 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski). Dane za IV kw. ub.r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2020 r.

⁴⁸ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2020 r., NBP, kwiecień 2020 r.; Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2020 r., NBP, lipiec 2020 r.; Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2020 r., NBP, październik 2020 r.; Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2021 r., NBP, styczeń 2021 r.

⁴⁹ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

w III i IV kw. odpowiednio 2,3% PKB oraz 2,5% PKB (wobec 2,4% PKB w II kw. ub.r.). Wraz z poprawą salda obrotów bieżących, łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego wzrosło do 5,1% PKB w III kw. i 6,1% PKB w IV kw. (wobec 4,5% PKB w II kw. ub.r.).

W III i IV kw. 2020 r. saldo rachunku finansowego wyniosło odpowiednio 3,6% PKB i 4,9% PKB (wobec 3,7% PKB w II kw. ub.r.; Wykres 2.41). W kierunku wyższego salda oddziaływał przede wszystkim wzrost aktywów polskich podmiotów za granicą w formie pozostałych inwestycji, jak również wyższe saldo oficjalnych aktywów rezerwowych. W kierunku obniżenia salda oddziaływało z kolei zmniejszenie zaangażowania polskich podmiotów w inwestycje w udziałowe papiery wartościowe.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w III kw. 2020 r. świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.4). Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto i poziom zadłużenia zagranicznego Polski w relacji do PKB ustabilizowały się na poziomie zbliżonym do II kw. ub.r.

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

	2018	2019				2020			
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	-1,3	-1,0	-0,8	-0,3	0,5	1,0	2,1	2,8	3,5
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	0,8	1,0	1,4	1,9	2,5	3,3	4,5	5,1	6,1
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,0	3,5	3,7	4,0	4,7	4,9	5,5	6,2	6,9
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	4,8	4,6	4,6	5,0	5,0	5,2	5,5	5,8	6,2
Zadłużenie zagr./PKB	64	62	61	61	59	59	58	59	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-56	-55	-54	-52	-49	-46	-45	-45	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/									
Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku plus prognozowane saldo obrotów bieżących	115	114	119	130	146	147	147	196	177
Oficjalne aktywa rezerwowe/									
Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	111	108	105	111	118	118	121	158	153

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu. Dane za IV kw. ub.r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2020 r.

3. Polityka pieniężna w okresie październik 2020 r. – marzec 2021 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od października 2020 r. do lutego 2021 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 października 2020 r.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że napływające dane potwierdzały ożywienie aktywności gospodarczej na świecie w III kw., następujące po silnym spadku globalnego PKB w II kw. br. Zaznaczano, że towarzyszył temu wzrost obrotów w handlu międzynarodowym. Wskazywano, że poprawie koniunktury sprzyjało dokonane wcześniej w wielu gospodarkach poluzowanie restrykcji epidemicznych prowadzące do realizacji odłożonego popytu, podjęte działania fiskalne, a także towarzyszące im poluzowanie polityki pieniężnej. Członkowie Rady podkreślali jednak, że mimo ożywienia koniunktury, aktywność gospodarcza w większości krajów pozostaje niższa niż przed wybuchem pandemii. Wskazywali także, iż w niektórych gospodarkach – w tym w strefie euro – pojawiają się sygnały spowolniającej odbudowy aktywności.

Jednocześnie członkowie Rady oceniali, że obserwowany w ostatnim okresie silny wzrost globalnej liczby zachorowań na COVID-19 zwiększa niepewność dotyczącą tempa i trwałości poprawy koniunktury na świecie. Wskazywano, że ponowne nasilenie pandemii skłoniło rządy niektórych krajów do przywrócenia części restrykcji – choć dotychczas łagodniejszych niż w reakcji na pierwszą falę epidemii – które wraz z osłabionymi nastrojami podmiotów gospodarczych będą wywierały negatywny wpływ na aktywność gospodarczą.

Zaznaczano, że wzrost liczby zachorowań na COVID-19 przyczynił się także do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, które znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu kursów walut gospodarek wschodzących, spadku cen akcji oraz obniżeniu cen części surowców. Podkreślano, że ceny ropy naftowej utrzymują się na wyraźnie niższym poziomie niż w poprzednich latach. Zdaniem niektórych członków Rady wynika to przede wszystkim z obniżonego – w warunkach osłabionej aktywności gospodarczej na świecie – popytu na ten surowiec. Jednocześnie skala spadku cen ropy naftowej była – zdaniem tych członków Rady – ograniczana przez obniżoną podaż tego surowca w związku z przedłużeniem przez kraje OPEC+ porozumienia o zmniejszeniu produkcji ropy.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że wobec osłabionej aktywności gospodarczej w wielu krajach i przy utrzymujących się na relatywnie niskim poziomie cenach części surowców, inflacja w gospodarce globalnej pozostaje niska. Zaznaczano, że w ostatnim czasie dynamika cen w wielu krajach obniżyła się. W strefie euro od dwóch miesięcy dynamika cen kształtuje się poniżej zera, a dostępne prognozy wskazują, że pozostanie ona ujemna także w kolejnych miesiącach.

Członkowie Rady podkreślali, że biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania główne banki centralne na świecie prowadzą silnie ekspansywną politykę pieniężną i sygnalizują gotowość do dalszego jej łagodzenia. Oceniano, że

wobec takich zapowiedzi, stopy procentowe w wielu gospodarkach – w tym w strefie euro – pozostaną na bardzo niskim poziomie także w kolejnych latach.

W Polsce napływające dane wskazują na ożywienie koniunktury w III kw., następujące po wyraźnym – choć płytszym niż w większości krajów Europy – spadku PKB w II kw. Przy czym, mimo istotnego wzrostu aktywności gospodarczej, pozostaje ona niższa niż przed pandemią. Członkowie Rady podkreślali, że początkowo silne odbicie aktywności wynikało częściowo z przywrócenia funkcjonowania niektórych branż oraz realizacji odłożonego popytu gospodarstw domowych. Natomiast wraz z słabnącym oddziaływaniem tych czynników tempo odbudowy aktywności spowolniło, na co wskazują dane o produkcji i sprzedaży detalicznej oraz odczyty wskaźników koniunktury. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że pozytywnie na aktywność gospodarczą oddziałuje utrzymująca się dobra sytuacja w handlu zagranicznym, odzwierciedlona w wysokiej nadwyżce w obrotach towarowych bilansu płatniczego. Zaznaczano, że sytuacja na rynku pracy nie zmieniła się istotnie w ostatnich miesiącach. Stabilizacji stopy bezrobocia towarzyszył wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w lipcu i sierpniu wobec poprzednich miesięcy, który wynikał jednak głównie z powrotu pracowników z urlopów i zasiłków. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń utrzymała się na wyraźnie niższym poziomie niż w zeszłych latach.

Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych miesiącach można było oczekiwać kontynuacji ożywienia aktywności gospodarczej, choć – w związku z nasileniem epidemii oraz ryzykiem zaostżenia restrykcji epidemicznych – zwiększyła się niepewność w tym zakresie. W kierunku poprawy koniunktury będą w dalszym ciągu oddziaływały dotychczasowe działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie

polityki pieniężnej NBP. Część członków Rady wyrażała opinię, że wzrost gospodarczy będzie także wspierany przez realizację projektów infrastrukturalnych ze środków publicznych, która będzie pobudzała także aktywność prywatnych przedsiębiorstw. Jednocześnie w opinii członków Rady obserwowany w ostatnim czasie wyraźny wzrost zachorowań na COVID-19 może przyczynić się do ponownego pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych oraz ograniczenia ich skłonności do konsumpcji. Obniżająco na konsumpcję może także oddziaływać – według części członków Rady – ewentualne silniejsze dostosowanie zatrudnienia następujące wraz z wygasaniem zobowiązań przedsiębiorstw związanych z wykorzystaniem pomocy w ramach tarczy antykryzysowej. Tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez możliwe osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki związane z pogorszeniem się sytuacji epidemicznej za granicą oraz – zdaniem większości członków Rady – przez brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP.

Odnosząc się do procesów cenowych, zwracano uwagę, że inflacja w Polsce we wrześniu – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 3,2% r/r. Część członków Rady podkreślała, że dynamika cen pozostała zgodna z celem inflacyjnym NBP. Zaznaczali oni, że odczyty inflacji są w dalszym ciągu podwyższane przez wprowadzone na początku 2020 r. podwyżki cen administrowanych, a inflacja po wyłączeniu tych cen kształtuje się poniżej 2,5%. Zwracali oni także uwagę na utrzymującą się na ujemnym poziomie dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że inflacja bazowa oraz dynamika cen usług kształtują się prawdopodobnie nadal na podwyższonym poziomie.

Większość członków Rady oceniała, że dynamika cen w kolejnych miesiącach prawdopodobnie ustabilizuje się, a od początku 2021 r. wyraźnie się obniży. Członkowie ci argumentowali, że w kierunku spadku inflacji w przyszłym roku oddziaływać będzie utrzymująca się ujemna luka popytowa, osłabiona presja płacowa związana z wyższym poziomem bezrobocia oraz brak presji inflacyjnej za granicą. Zaznaczali oni, że ze względu na brak proinflacyjnych czynników makroekonomicznych, dynamika cen w 2021 r. będzie kształtowała się na umiarkowanym poziomie, nawet w sytuacji wystąpienia podbijających ją czynników regulacyjnych.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że inflacja w kolejnych kwartałach może pozostać na poziomie zbliżonym do obecnego. Członkowie ci oceniali, że do utrzymywania się takiej dynamiki cen przyczyniać się będą głównie czynniki pozostające poza bezpośrednią kontrolą polityki pieniężnej, w tym czynniki regulacyjne oraz możliwy proces deglobalizacji. W kierunku wzrostu inflacji w przyszłym roku – w opinii tych członków Rady – oddziaływać będzie także zapowiadana podwyżka płacy minimalnej, która może skutkować dostosowaniem w górę również wynagrodzeń osób lepiej zarabiających.

Członkowie Rady zaznaczali, że dotychczasowe działania NBP przyczyniły się do złagodzenia warunków finansowania w Polsce, co przełożyło się zarówno na obniżenie kosztu pozyskania finansowania przez podmioty prywatne, jak i przyniosło oszczędności dla zadłużonych gospodarstw domowych i firm. Podkreślano, że oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych, a także kredytów dla przedsiębiorstw obniżyło się w zbliżonej lub większej skali niż stopa referencyjna NBP. Część członków Rady zwracała uwagę, że chociaż towarzyszył temu spadek oprocentowania depozytów, to był on mniejszy niż w przypadku kredytów. Członkowie ci podkreślali ponadto, iż działania NBP – zarówno

obniżenie stóp procentowych, jak i prowadzony skup aktywów – oddziaływały w kierunku obniżenia rentowności obligacji, przyczyniając się do ograniczenia kosztów ponoszonych przez podatników w związku z realizacją działań antykryzysowych.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że obniżka stóp NBP przyczyniła się do wzrostu depozytów bieżących kosztem depozytów terminowych oraz skłoniła banki do podwyższenia pobieranych opłat. Członkowie ci podkreślali także, że mimo obniżenia oprocentowania kredytów, ich dostępność może być ograniczana przez zaostrzenie przez banki ich polityki kredytowej. W tym kontekście zwracali oni uwagę na utrzymujący się spadek dynamiki kredytu dla sektora niefinansowego.

Członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP. Wskazywano, że dokonane poluzowanie polityki pieniężnej NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera ożywienie gospodarcze oraz ogranicza ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

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 listopada 2020 r.

W trakcie posiedzenia członkowie Rady zwracali uwagę, że po silnym spadku PKB na świecie w II kw. br., w III kw. nastąpiło ożywienie aktywności gospodarczej. Poprawie koniunktury sprzyjało dokonane wcześniej w wielu krajach poluzowanie restrykcji epidemicznych, podjęte działania

fiskalne, a także towarzyszące im złagodzenie polityki pieniężnej, w tym obniżenie stóp procentowych oraz skup aktywów przez banki centralne. Wskazywano jednak, że aktywność gospodarcza w większości krajów pozostawała poniżej poziomu sprzed wybuchu pandemii.

Członkowie Rady podkreślali, że na początku IV kw. odnotowano silny wzrost liczby zakażeń COVID-19, a wiele państw ponownie zastrzyło restrykcje epidemiczne. W efekcie perspektywy wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki pogorszyły się oraz wzrosła niepewność dotycząca przyszłego kształtowania się globalnej koniunktury.

W związku z tym wskazywano, że w IV kw. br. można oczekiwać ponownego spadku PKB w wielu gospodarkach. Oceniano jednak, że spadek ten będzie mniejszy niż na wiosnę, tj. w trakcie pierwszej fali pandemii. Argumentowano bowiem, że kanały handlu zagranicznego pozostają drożne, a część firm dostosowała procesy produkcyjne do wymogów sanitarnych. W efekcie jak dotąd produkcja w przedsiębiorstwach przemysłowych nie jest zatrzymywana, a sektor przemysłowy w wielu gospodarkach pozostał jak dotąd relatywnie odporny na rozprzestrzenianie się drugiej fali pandemii.

Członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dane i nastroje konsumentów oraz firm mogą reagować z pewnym opóźnieniem na przebieg drugiej fali pandemii. Jednocześnie oceniano, że pandemia najsilniej uderza w sektor usług, który ma największy udział w tworzeniu PKB. W wielu gospodarkach nastroje w tym sektorze już uległy silnemu pogorszeniu. Podkreślano przy tym, że skala zachorowań w czasie jesiennej fali pandemii jest wielokrotnie większa niż była na wiosnę. Biorąc pod uwagę te uwarunkowania, obecne prognozy wskazują, że aktywność gospodarcza w największych gospodarkach na świecie, w tym w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro, pozostanie jeszcze przez dłuższy czas osłabiona i

w kolejnym roku nie powróci do poziomów odnotowywanych przed pandemią.

Uwzględniając powyższe czynniki wskazywano, że w kolejnych kwartałach można oczekiwać kontynuacji silnie ekspansywnej polityki makroekonomicznej. Część członków Rady podkreślała, że w warunkach osłabionej koniunktury, banki centralne sygnalizują, iż jeszcze przez dłuższy czas będą utrzymywały stopy procentowe na niskim poziomie, a także będą prowadzić programy skupu aktywów.

Wskazywano, że wzrost liczby zakażeń na świecie przyczynił się także do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, co znalazło odzwierciedlenie między innymi w osłabieniu walut gospodarek wschodzących. Podkreślano, że ze względu na obniżoną aktywność gospodarczą, ceny surowców na rynkach światowych pozostają wyraźnie niższe niż na początku bieżącego roku. W tych warunkach dynamika cen w wielu krajach, w tym u głównych partnerów handlowych Polski, pozostaje niska.

Odnosząc się do polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że dane napływające do września pokazywały, że następowała relatywnie szybka odbudowa aktywności gospodarczej. Zwracano uwagę, że we wrześniu produkcja przemysłowa oraz sprzedaż detaliczna wzrosły rok do roku, choć utrzymał się spadek produkcji budowlano-montażowej. Towarzyszyła temu pewna poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym wzrost dynamiki przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw. Podkreślano jednak, że zgodnie z dostępnymi szacunkami, aktywność gospodarcza w III kw. br. pozostała niższa niż rok wcześniej.

Członkowie Rady oceniali, że – podobnie jak w wielu innych krajach na świecie – w warunkach wyraźnego pogorszenia sytuacji epidemicznej oraz zaostrzenia restrykcji epidemicznych, w IV kw. można oczekiwać obniżenia PKB względem

III kw. br. Wskazują na to między innymi dane o mobilności. Zgodnie z nimi silnie spadło natężenie ruchu w centrach handlowych i rozrywkowych oraz obniżył się ruch drogowy. Wyraźnie spadła również dynamika transakcji kartami płatniczymi.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego członkowie Rady zwracali uwagę, że zgodnie z wynikami listopadowej projekcji w 2021 r. nastąpi wzrost PKB, choć poziom aktywności gospodarczej pozostanie najprawdopodobniej ograniczony, a luka popytowa utrzyma się na ujemnym poziomie. Podkreślano, że w tych warunkach prognozowany jest także wzrost bezrobocia oraz spadek liczby pracujących. Zwracano uwagę, że utrzymuje się wysoka niepewność dotycząca dalszego rozwoju pandemii oraz jej wpływu na gospodarkę. W związku z tym ryzyka dla wzrostu PKB w listopadowej projekcji są skierowane głównie w dół. Część członków Rady wyrażała opinię, że w kolejnych kwartałach możliwe jest okresowe luzowanie i zaostrzenie restrykcji sanitarnych w reakcji na zmiany sytuacji epidemicznej, co stanowiłoby istotne uwarunkowanie rozwoju sytuacji gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady argumentowali w tym kontekście, że część podmiotów gospodarczych ogranicza swoją aktywność wraz z rozwojem pandemii, niezależnie od wprowadzanych restrykcji.

Biorąc pod uwagę te uwarunkowania, członkowie Rady wskazywali, że w najbliższym czasie negatywnie na krajową koniunkturę wpływać będzie obniżenie aktywności w sektorze usług, wprowadzone ograniczenia w handlu, zwiększona niepewność dotycząca dalszego przebiegu i skutków pandemii oraz pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych. Zwracano uwagę, że krajowa aktywność gospodarcza może być także ograniczana przez pogorszenie się koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego

pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. Wskazywano przy tym, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się inwestycji.

Członkowie Rady oceniali, że aktywność gospodarcza będzie wspierana przez działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Jednocześnie wskazywano, że obecnie wiele przedsiębiorstw jest lepiej przygotowanych na pandemię niż było na wiosnę, zarówno jeśli chodzi o reżim sanitarny, jak i poduszkę płynnościową. Wzrósł również udział handlu w internecie. Ponadto, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że inwestycje mogą być w kolejnych kwartałach wspierane przez realizację publicznych projektów infrastrukturalnych.

Odnosząc się do inflacji, członkowie Rady podkreślali, że pozostaje ona w zgodzie z symetrycznym celem inflacyjnym NBP. W ostatnich miesiącach roczna dynamika CPI pozostawała zbliżona do 3,0% r/r. Wskazywano, że roczny wskaźnik inflacji w Polsce jest wciąż podwyższany przez statystyczne efekty wcześniejszych wzrostów cen administrowanych, w tym opłat za wywóz śmieci oraz cen energii. Zwracano w tym kontekście uwagę, że wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen administrowanych pozostaje zbliżony do 2% r/r.

Większość członków Rady podkreślała, że zgodnie z listopadową projekcją NBP, inflacja w kolejnym roku obniży się i w horyzoncie projekcji pozostanie zgodna z celem inflacyjnym NBP. Członkowie ci zwracali uwagę, że obniżeniu inflacji w przyszłym roku sprzyjać będzie utrzymująca się ujemna luka popytowa oraz wyższy poziom bezrobocia, które będą ograniczać dynamikę jednostkowych kosztów pracy. Ograniczająco na inflację będzie również oddziaływać prawdopodobne utrzymywanie się niskiej dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Podkreślano jednocześnie, że podwyższająco na inflację będą nadal

oddziaływać czynniki regulacyjne o charakterze podażowym, w tym wprowadzenie tzw. opłaty mocowej oraz prognozowany dalszy wzrost opłat za wywóz nieczystości. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że ryzyka dla dynamiki cen w przyszłym roku są skierowane w dół.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja w 2021 r. może być wyższa niż przewidywana w listopadowej projekcji. Członkowie ci argumentowali, że dynamikę cen może podwyższać – oprócz wzrostu cen administrowanych – szybszy wzrost cen usług. Jednocześnie wskazywali oni, że w kierunku wyższej inflacji może oddziaływać również podwyżka płacy minimalnej, która może przełożyć się na dostosowanie wynagrodzeń także osób zarabiających więcej niż minimalne wynagrodzenie. Niektórzy członkowie Rady byli również zdania, że ze względu na możliwy szybszy wzrost cen dóbr kapitałowych niż cen konsumpcyjnych, deflator PKB może być wyższy niż inflacja CPI.

Dyskutując na temat krajowej polityki pieniężnej członkowie Rady oceniali, że dotychczasowe działania NBP przyczyniły się do złagodzenia warunków monetarnych. W szczególności spadło oprocentowanie kredytów oraz rentowności obligacji skarbowych, które utrzymują się obecnie na niskim poziomie. Wpływa to pozytywnie na zadłużone podmioty, ogranicza straty kredytowe banków i oddziałuje w kierunku obniżenia kosztów obsługi zadłużenia publicznego, powiększając tym samym przestrzeń dla niezbędnej stymulacji fiskalnej. 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.

Członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe

na niezmiennym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP.

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 2 grudnia 2020 r.

W trakcie dyskusji członkowie Rady zwracali uwagę, że w III kwartale br. nastąpiło wyraźne ożywienie globalnej koniunktury, choć poziom aktywności w większości krajów nie powrócił do wartości sprzed pandemii. Jednocześnie wskazywano, że wobec silnego wzrostu liczby zakażeń COVID-19 w październiku i listopadzie oraz ponownego zaostrzenia restrykcji epidemicznych koniunktura w wielu krajach pogorszyła się. Osłabienie aktywności dotyczyło przede wszystkim sektora usługowego, przy ograniczonym jak dotąd wpływie nasilenia pandemii na sytuację w przemyśle. W Europie doszło do szczególnie wyraźnego pogorszenia sytuacji epidemicznej, a dostępne prognozy wskazują, że w wielu gospodarkach europejskich – w tym w strefie euro – PKB w IV kwartale może ponownie się obniżyć. Podkreślano ponadto, że w kolejnych kwartałach można oczekiwać jedynie stopniowej odbudowy aktywności gospodarczej w strefie euro, a powrót PKB do poziomu sprzed pandemii może potrwać ponad 2 lata. Jednocześnie zaznaczano, że – mimo opracowania szczepionek na koronawirusa – niepewność dotycząca kształtowania się globalnej koniunktury pozostaje podwyższona, a jej głównym źródłem jest dalszy przebieg pandemii.

Informacje na temat wyników testów klinicznych dotyczących szczepionek przeciw COVID-19 przyczyniły się do pewnej poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Jednocześnie ceny surowców na rynkach światowych pozostały wyraźnie niższe niż na

początku roku. W szczególności niższe niż przed wybuchem pandemii są ceny ropy naftowej. Według niektórych członków Rady utrzymywanie się cen ropy naftowej na obniżonym poziomie wynikało przede wszystkim z istotnego spadku popytu na ten surowiec związanego z nadal osłabioną koniunkturą w wielu gospodarkach.

Wobec niższych cen surowców a także obniżonej w następstwie pandemii aktywności gospodarczej inflacja w wielu krajach utrzymuje się na niskim poziomie, a w strefie euro dynamika cen od kilku miesięcy jest ujemna. Większość członków Rady oceniała, że biorąc pod uwagę oczekiwany rozwój sytuacji gospodarczej – tj. jedynie stopniową poprawę koniunktury oraz podwyższone bezrobocie – dynamika cen w najbliższym otoczeniu Polski pozostanie prawdopodobnie bardzo niska także w kolejnych latach.

Wskazywano, że w obecnych uwarunkowaniach banki centralne głównych gospodarek utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów. Większość członków Rady podkreślała, że część z nich – tj. banki centralne Anglii, Australii oraz Szwecji – w ostatnim okresie ponownie złagodziły swoją politykę pieniężną, a EBC zasygnalizował, że może poluzować warunki monetarne na grudniowym posiedzeniu. Członkowie ci zwracali uwagę, że część głównych banków centralnych komunikuje zamiar utrzymywania stóp procentowych na niskich poziomach w kolejnych latach. W opinii tych członków Rady jest więc wysoce prawdopodobne, że polska gospodarką będzie funkcjonowała w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej na świecie jeszcze przez wiele kwartałów.

Odnosząc się do polskiej gospodarki, wskazywano, że dane o PKB w III kwartale br. potwierdziły wyraźne ożywienie aktywności wobec poprzedniego kwartału. Zaznaczano jednak, że mimo tej poprawy koniunktury, roczna dynamika PKB pozostała ujemna.

Wskazywano, że w kierunku wzrostu rocznej dynamiki PKB oddziaływało ożywienie popytu konsumpcyjnego. Podkreślano, że w III kw. wzrosła także dynamika eksportu, wspierana przez poprawę koniunktury za granicą. Jednocześnie dynamika inwestycji była wyraźnie ujemna.

Członkowie Rady oceniali, że w IV kw. – wobec silnego wzrostu liczby nowych zakażeń koronawirusem, zaostrzenia restrykcji epidemicznych i osłabienia nastrojów podmiotów gospodarczych – PKB najprawdopodobniej ponownie się obniży w porównaniu do poprzedniego kwartału. Zaznaczano, że pogorszenie sytuacji epidemicznej oddziałuje negatywnie przede wszystkim na koniunkturę w sektorze usług. Na osłabienie aktywności w tym sektorze w ostatnich miesiącach wskazuje spadek sprzedaży detalicznej w październiku, a także silnie ograniczenie ruchu w punktach handlowych i rozrywkowych oraz osłabienie wzrostu transakcji kartami płatniczymi. Jednocześnie podkreślano, że jak dotąd dostępne dane nie sugerują istotnego osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym. Część członków Rady oceniała jednak, że wobec osłabionego popytu konsumpcyjnego w kraju i ponownej recesji w strefie euro nie można wykluczyć, że w kolejnych miesiącach także sytuacja w tym sektorze się pogorszy.

Dyskutując na temat sytuacji na rynku pracy wskazywano, że zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w październiku ponownie wzrosło w ujęciu miesięcznym. Towarzyszyło temu pewne obniżenie się dynamiki wynagrodzeń w tym sektorze.

Członkowie Rady oceniali, że w 2021 r. nastąpi ożywienie aktywności gospodarczej, choć utrzymuje się niepewność dotycząca jego skali i tempa. Zaznaczano, że pozytywnie na koniunkturę będą oddziaływać dotychczasowe działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Niektórzy

członkowie Rady byli zdania, że w kolejnych kwartałach aktywność gospodarcza będzie wspierana przez realizację publicznych projektów infrastrukturalnych.

Jednocześnie wyrażano opinię, że odbudowa aktywności w 2021 r. może być stopniowa i poziom PKB może pozostać niższy niż przed pandemią. Większość członków Rady podkreślała, że według dostępnych prognoz luka popytowa w 2021 r. utrzyma się na ujemnym poziomie, co – wraz z nadal podwyższoną niepewnością i słabszymi niż w poprzednich latach nastrojami podmiotów gospodarczych – będzie ograniczać wzrost inwestycji. Z kolei prognozowany wzrost bezrobocia może – w opinii tych członków Rady – spowalniać wzrost popytu konsumpcyjnego. Większość członków Rady ponownie zwracała uwagę, że tempo ożywienia gospodarczego może być ograniczane przez brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. Wskazywano przy tym, że utrzymuje się podwyższona niepewność dotycząca kształtowania się koniunktury w kolejnych kwartałach, a jej źródłem pozostaje dalszy przebieg pandemii oraz jej wpływ na sytuację gospodarczą w kraju i za granicą.

Odnosząc się do inflacji, członkowie Rady wskazywali, że w listopadzie dynamika cen konsumpcyjnych – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 3,0% r/r, tj. była zgodna z celem inflacyjnym NBP. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na utrzymującą się na podwyższonym poziomie inflację bazową oraz dynamikę cen usług. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw są podwyższone. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że oczekiwania inflacyjne są wyraźnie niższe niż na początku roku.

Większość członków Rady oceniała, że w 2021 r. inflacja będzie niższa niż przeciętnie w bieżącym

roku i będzie się kształtować na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. W opinii tych członków Rady, ograniczając na inflację będzie oddziaływać utrzymująca się ujemna luka popytowa oraz wyższy niż w 2020 r. poziom bezrobocia. W tym samym kierunku będzie również prawdopodobnie oddziaływać niska dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że dodatkowo na inflację w 2021 r. będą nadal oddziaływały czynniki regulacyjne, które mają charakter negatywnych szoków podażyowych, w tym dalszy wzrost cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych oraz opłat za wywóz nieczystości.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w 2021 r. może być wyższa niż wskazują obecne prognozy. Według tych członków Rady dynamikę cen podwyższającą będą – oprócz czynników regulacyjnych – także efekty bazy związane z wygasaniem wpływu spadku cen ropy naftowej w 2020 r. Członkowie ci wyrażali opinię, że w kierunku wzrostu inflacji oddziaływać będzie także realizacja odłożonego popytu, na którego znaczną skalę wskazywać może – według tych członków Rady – istotny przyrost depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach. Podkreślali oni również, że silnie rosnąca podaż pieniądza może potencjalnie działać proinflacyjnie.

Dyskutując na temat krajowej polityki pieniężnej członkowie Rady oceniali, że dotychczasowe działania NBP przyczyniły się do złagodzenia warunków monetarnych. W szczególności obniżyło się oprocentowanie kredytów, co przełożyło się na obniżenie rat płaconych od zobowiązań kredytowych – w tym części kredytów zaciągniętych przed wybuchem pandemii – i poprawy sytuacji finansowej zadłużonych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Działania NBP oddziaływały także w kierunku spadku rentowności obligacji skarbowych, co przyczynia się do obniżenia

kosztów obsługi zadłużenia publicznego, powiększając tym samym przestrzeń dla niezbędnej stymulacji fiskalnej.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że poluzowanie polityki pieniężnej nie przyczyniło się dotychczas do istotnego ożywienia kredytów konsumpcyjnych oraz kredytów dla przedsiębiorstw. Większość członków Rady argumentowała jednak, że spadek dynamiki kredytów dla firm wynika z obniżonego popytu na finansowanie bankowe wobec znaczącej skali pomocy publicznej uzyskanej w ostatnich miesiącach przez wiele podmiotów gospodarczych.

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.

Członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP.

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 13 stycznia 2021 r.

W trakcie dyskusji członkowie Rady wskazywali, że w IV kw. 2020 r. – wraz ze wzrostem liczby zakażeń COVID-19 oraz ponownym zaostrzeniem restrykcji epidemicznych w części krajów – wyhamowało ożywienie globalnej koniunktury. Negatywnie na tempo odbudowy aktywności gospodarczej na świecie oddziaływało przede wszystkim pogorszenie sytuacji w sektorze usług,

przy utrzymującym się wzroście aktywności w przemyśle. Zaznaczano, że mimo osłabienia koniunktury, dynamika PKB w części gospodarek w IV kw. ub.r. pozostała prawdopodobnie dodatnia. Oceniano jednak, że gospodarka strefy euro w tym okresie prawdopodobnie ponownie znalazła się w recesji. Wskazywano, że dynamikę PKB w tej strefie obniżyła przede wszystkim dekonunktura w sektorze usług. Jednocześnie pozytywnie na tamtejsze tempo wzrostu gospodarczego oddziaływał relatywnie silny popyt zewnętrzny, który wspierał aktywność w przemyśle strefy euro.

Członkowie Rady wskazywali, że sytuacja epidemiczna w Europie jest nadal trudna. W części krajów liczba nowych zakażeń utrzymuje się na podwyższonym poziomie, a w niektórych gospodarkach notuje się ich ponowny wzrost. Skłania to władze wielu krajów europejskich do przedłużania lub zaostrzania obowiązujących restrykcji. Część członków Rady wyraziła opinię, że w tych uwarunkowaniach – mimo rozpoczęcia w wielu krajach procesu szczepień – wzrosła niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii oraz jej wpływu na światową koniunkturę. Odnosząc się do perspektyw koniunktury w strefie euro członkowie Rady oceniali, że ewentualny ponowny wzrost zakażeń COVID-19 na świecie może osłabić nie tylko sektor usług, ale też eksport i w efekcie mieć negatywny wpływ na dynamikę tamtejszego PKB. Osłabiłoby to perspektywę wzrostu inflacji w strefie euro z jej obecnego, bardzo niskiego poziomu.

Wskazywano, że w takich warunkach EBC oraz inne główne banki centralne – Rezerwa Federalna, Bank Japonii i Riksbank – kontynuowały w ostatnim okresie luzowanie polityki pieniężnej, przede wszystkim zwiększając skalę skupu aktywów lub wydłużając zapowiadany okres jego realizacji. Jednocześnie banki te nadal sygnalizowały utrzymywanie stóp procentowych

na bardzo niskim poziomie w perspektywie kolejnych lat.

Wobec dalszego poluzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne oraz poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych w następstwie pojawienia się szczepionek na COVID-19 wzrosły ceny części aktywów finansowych, w tym aktywów gospodarek wschodzących. Towarzyszył temu wzrost cen części surowców na rynkach światowych, w tym ropy naftowej.

Odnosząc się do polskiej gospodarki, wskazywano, że wzrost liczby zakażeń COVID-19 oraz zaostrzenie restrykcji epidemicznych w IV kw. ub.r. oddziaływały negatywnie na aktywność gospodarczą. Zaznaczano, że wyraźnie pogorszyła się koniunktura w sektorze usługowym, na co wskazuje spadek sprzedaży detalicznej w październiku i listopadzie oraz obniżające się wydatki na usługi rozliczane przy użyciu kart płatniczych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że chociaż osłabienie aktywności notowane było tylko w części branż, to mają one istotny udział w tworzeniu polskiego PKB. Jednocześnie zaznaczano, że sytuacja w sektorze przemysłowym pozostaje korzystna, na co wskazuje utrzymujący się wzrost produkcji przemysłowej. Oceniano, że postępujący wzrost produkcji świadczy o tym, że polskie przedsiębiorstwa dostosowały swoją działalność operacyjną do obostrzeń i wymogów związanych z epidemią. Zwracano uwagę, że produkcja rosła szczególnie wyraźnie w działach, w których znaczna część produktów kierowana jest na eksport. Oceniano, że rosnący eksport był głównym czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w IV kw. Zaznaczano, że aktualne prognozy wskazują, iż roczna dynamika PKB w IV kw. ub.r. była nadal ujemna i prawdopodobnie niższa niż w poprzednim kwartale.

Dyskutując na temat sytuacji na rynku pracy wskazywano, że dane za listopad sugerują

stabilizację przeciętnego zatrudnienia oraz rocznej dynamiki przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Zaznaczano, że stabilna pozostaje także stopa bezrobocia rejestrowanego.

Członkowie Rady oceniali, że według aktualnych prognoz w 2021 r. nastąpi ożywienie aktywności gospodarczej, choć niepewność dotycząca jego skali i tempa wzrosła. Głównym źródłem tej niepewności jest dalszy rozwój pandemii oraz jej wpływ na sytuację gospodarczą w kraju i za granicą. Zaznaczano, że pozytywnie na koniunkturę będą oddziaływać dotychczasowe działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP.

Jednocześnie większość członków Rady oceniała, że odbudowa aktywności w 2021 r. będzie stopniowa. Zaznaczano, że podwyższona niepewność i słabsze niż przed pandemią nastroje podmiotów gospodarczych będą skutkować istotnym obniżeniem inwestycji. Większość członków Rady wyrażała opinię, że wobec zwiększonego prawdopodobieństwa ponownego wzrostu zakażeń COVID-19 i przedłużenia obowiązywania restrykcji w kraju i za granicą, wzrosło ryzyko, iż dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie niższa niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci oceniali, że w takich warunkach sytuacja finansowa części przedsiębiorstw mogłaby ulec dalszemu pogorszeniu, prowadząc do wzrostu bezrobocia i obniżenia dynamiki wynagrodzeń. Większość członków Rady zaznaczała ponadto, że w przypadku zsynchronizowanego nasilenia pandemii w wielu krajach popyt zewnętrzny może się obniżyć wpływając negatywnie na wzrost krajowej aktywności.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że czynnikiem wpływającym na krajową koniunkturę oraz procesy cenowe w bieżącym roku będzie także kształtowanie się kursu złotego wobec głównych walut. Zaznaczano, że dostosowanie kursu walutowego w warunkach negatywnego wstrząsu

jest istotnym mechanizmem amortyzacji szoku dla krajowej gospodarki, co potwierdzają doświadczenia Polski z czasu globalnego kryzysu finansowego. Większość członków Rady ponownie wyraziła opinię, że brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego może ograniczać tempo ożywienia gospodarczego. W tym kontekście zwracano uwagę, że w 2020 r., mimo wystąpienia silnego szoku związanego z pandemią COVID-19 oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP, realny efektywny kurs złotego pozostał stabilny. Większość członków Rady podkreślała również, że ryzyko wolniejszej i słabszej odbudowy krajowej aktywności i – w efekcie nadmiernego obniżenia dynamiki cen – zwiększała obserwowana od końca października ub.r. presja na aprecjację złotego, związana z dalszym luzowaniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Większość członków Rady oceniła, że prowadzone od grudnia ub.r. interwencje na rynku walutowym ograniczyły ryzyko procyklicznego umocnienia złotego i wzmacniają oddziaływanie poluzowania polityki pieniężnej NBP na gospodarkę.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że pozytywny wpływ deprecjacji złotego na wzrost aktywności eksportowej może być obecnie mniejszy niż w przeszłości. Oceniali oni, że wpływ zmian kursu złotego na wyniki finansowe firm jest ograniczony przez istotną importochłonność eksportu towarów oraz funkcjonowanie części polskich przedsiębiorstw w ramach globalnych łańcuchów dostaw.

Odnosząc się do inflacji, członkowie Rady wskazywali, że dynamika cen konsumpcyjnych w grudniu ub.r. wyraźnie się obniżyła i ukształtowała się na poziomie zbliżonym do 2,5%. Zaznaczano, że spadek inflacji wynikał częściowo z wyraźnego obniżenia się inflacji bazowej, a częściowo z wolniejszego wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych.

Większość członków Rady oceniała, że w 2021 r. inflacja będzie się kształtować na poziomie

zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Członkowie ci podkreślali, że w bieżącym roku inflację będą nadal podbijały czynniki regulacyjne, które mają charakter negatywnych szoków podażowych, w tym dalszy wzrost cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych oraz opłat za wywóz nieczystości. Wskazywano, że roczną dynamikę cen podwyższać będą od II kwartału 2021 r. także efekty bazy związane z wygasaniem wpływu spadku cen ropy naftowej w 2020 r.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w 2021 r. może być nieco wyższa niż wskazują obecne prognozy. Członkowie ci wyrażali opinię, że w kierunku wzrostu inflacji oddziaływać będzie realizacja odłożonego popytu oraz – następujące wraz z poprawą perspektywy sprzedaży – dostosowywanie cen towarów i usług do wcześniejszego wzrostu kosztów produkcji.

Członkowie Rady zaznaczali, że w 2020 r. silnie wzrosły zarówno depozyty gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw niefinansowych. Oceniali oni, że zwiększenie środków finansowych deponowanych w bankach – mimo pogorszenia koniunktury – wynikało z utrzymywania się wysokiej niepewności dotyczącej przyszłej sytuacji gospodarczej zniechęcającej do dokonywania wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych. Ponadto, wzrost depozytów przedsiębiorstw wynikał z otrzymania przez wiele z nich znaczących środków finansowych w ramach pomocy publicznej. Większość członków Rady wyrażała opinię, że w takich uwarunkowaniach popyt przedsiębiorstw na kredyt – w szczególności obrotowy – jest silnie ograniczony.

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 następować będzie ożywienie

aktywności gospodarczej, a dynamika cen 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.

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 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 3 lutego 2021 r.

W trakcie dyskusji członkowie Rady wskazywali, że wraz ze wzrostem liczby zakażeń COVID-19 oraz ponownym zaostrzeniem restrykcji epidemicznych, w IV kw. 2020 r. osłabło ożywienie globalnej koniunktury. W szczególności zwracano uwagę, że według wstępnych danych w strefie euro nastąpił spadek PKB w tym okresie, choć mniejszy niż w II kw. ub.r., a w styczniu br. – wobec ryzyka kolejnej fali

zachorowań – część krajów europejskich przedłużyła lub zaostrzyła istniejące restrykcje epidemiczne. Wskazywano, że przedłużanie lub zaostrzanie restrykcji negatywnie oddziałuje na nastroje podmiotów gospodarczych i może opóźnić oczekiwane ożywienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz zmniejszyć jego skalę. Jednocześnie podkreślano, że choć w sektorze usług trwa dekonunktura, to sytuacja w przemyśle i handlu międzynarodowym jest relatywnie dobra.

Członkowie Rady podkreślali, że inflacja w gospodarce światowej pozostaje niska. Równocześnie niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w styczniu 2021 r. miał miejsce wyraźny wzrost inflacji w Niemczech. Wskazywano, że wynikało to w znacznym stopniu z wygaśnięcia przejściowej obniżki stawek VAT w tym kraju. W kontekście procesów cenowych w otoczeniu polskiej gospodarki zwracano uwagę na wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych w ostatnich miesiącach. Do wzrostu tych cen przyczyniła się poprawa nastrojów związana z rozpoczęciem programów szczepień oraz zapowiedzią dodatkowej stymulacji gospodarki amerykańskiej, co wspierało oczekiwania co do odbudowy globalnej aktywności gospodarczej na początku 2021 r. Podkreślano również, że kraje zrzeszone w ramach OPEC+ kontynuują politykę ograniczania produkcji ropy, przeciwdziałając nadmiernemu wzrostowi podaży tego surowca, co także przekłada się na wyższe ceny. Wskazywano, że w dłuższej perspektywie na światową podaż ropy może mieć wpływ, z jednej strony, prawdopodobna zmiana polityki klimatycznej Stanów Zjednoczonych, a z drugiej strony, ewentualne złagodzenie lub zniesienie sankcji wobec niektórych producentów tego surowca.

Członkowie Rady podkreślali, że główne banki centralne kontynuują silnie ekspansywną politykę pieniężną, w tym utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów na

dużą skalę. Członkowie Rady zwracali w szczególności uwagę na fakt, że Bank Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych zapowiada prowadzenie akomodacyjnej polityki pieniężnej do czasu aż poprawa aktywności nie będzie widoczna w danych, a nie tylko w prognozach. Fed jasno też wskazuje, że dąży do tego by inflacja w przyszłości przez jakiś czas przekraczała jego cel inflacyjny. Również Europejski Bank Centralny podkreśla zamiar utrzymania wszystkich dotychczasowych działań, w tym prowadzenia skupu aktywów na dużą skalę oraz utrzymywania ujemnych stóp procentowych w kolejnych latach.

Odnosząc się do polskiej gospodarki, wskazywano, że wzrost liczby zakażeń COVID-19 oraz zaostrzenie restrykcji epidemicznych, jakie nastąpiły w IV kw. 2020 r. oddziaływały negatywnie na aktywność gospodarczą w tym okresie, co było widoczne zwłaszcza w części sektora usług. Członkowie Rady zwracali uwagę, że uwzględniając wstępny szacunek PKB w 2020 r. oraz zakładając brak rewizji danych o PKB za I-III kw. ub.r. można szacować, że w IV kw. nastąpił ponowny spadek PKB, choć skala obniżenia aktywności gospodarczej była wówczas istotnie mniejsza niż w II kw. Wskazywano, że do obniżenia aktywności przyczynił się spadek konsumpcji oraz inwestycji. Członkowie Rady zwracali uwagę na nadal niższy niż rok wcześniej poziom przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz na wzrost rocznej dynamiki przeciętnych wynagrodzeń w tym sektorze. Część członków Rady wskazywała jednocześnie, że w grudniu nastąpił wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej oraz przemysłowej, w tym w sektorach eksportowych.

Członkowie Rady oceniali, że według aktualnych prognoz po spadku PKB w 2020 r., w bieżącym roku nastąpi wzrost aktywności gospodarczej, który może być nawet nieco silniejszy niż wcześniej szacowano. Wskazywano jednocześnie, że dane dotyczące początku roku nie sugerują by ożywienie już się rozpoczęło, choć sytuacja w

poszczególnych sektorach jest zróżnicowana. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że skala i moment ożywienia będą zależały przede wszystkim od sytuacji epidemicznej i związanych z nią restrykcji. Dalszy przebieg pandemii oraz jej wpływ na sytuację gospodarczą w kraju i za granicą pozostaje głównym źródłem niepewności co do kształtowania się krajowej koniunktury, a na ocenę wpływu procesu szczepień na pandemię i gospodarkę trzeba będzie poczekać. Zaznaczano jednocześnie, że pozytywnie na koniunkturę będą nadal wpływały dotychczasowe działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP, a w dalszej perspektywie również środki pochodzące z funduszy Unii Europejskiej.

Omawiając procesy cenowe, członkowie Rady wskazywali, że dane o inflacji w grudniu świadczą o tym, że dynamika cen konsumpcyjnych na koniec 2020 r. ukształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym i była zbliżona do 2,5%. Część członków Rady oceniała, że według aktualnych prognoz w 2021 r. inflacja nieco wzrośnie wobec grudniowego poziomu, ale mimo to będzie się utrzymywała wewnątrz przedziału odchyień w ramach celu inflacyjnego.

Członkowie ci podkreślali, że prognozowany wzrost rocznego wskaźnika CPI będzie wynikać ze wzrostu cen ropy naftowej na świecie oraz efektów bazy na cenach paliw. Ponadto, podobnie jak w 2020 r., inflacja będzie silnie podbijana przez czynniki regulacyjne, w tym przede wszystkim podwyżki cen prądu i wywozu śmieci, które są negatywnymi szokami podaźowymi. Członkowie ci wskazywali, że czynniki regulacyjne będą odpowiedzialne za ponad 1 punkt procentowy inflacji. Jednocześnie dalsze kształtowanie się cen ropy na rynkach światowych pozostaje czynnikiem ryzyka dla inflacji, jednak jest to czynnik pozostający poza kontrolą polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że ze względu na znaczenie cen ropy dla procesów

cenowych w gospodarce, należy uważnie obserwować ich przełożenie się na pozostałe ceny konsumpcyjne. Członkowie ci wskazywali ponadto, że w kierunku wyższej inflacji może oddziaływać realizacja odłożonego popytu oraz rozpoczęcie znaczących inwestycji infrastrukturalnych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali także, że czynnikiem świadczącym o ryzyku wzrostu inflacji jest wzrost dynamiki cen producenta.

Oceniając perspektywy kształtowania się aktywności gospodarczej oraz inflacji w Polsce w kolejnych kwartałach członkowie Rady zwracali uwagę na znaczenie kursu złotego. Podkreślano, że dostosowanie kursu walutowego jest jednym z podstawowych mechanizmów amortyzacji negatywnych wstrząsów dla krajowej gospodarki. Większość członków Rady ponownie wyraziła opinię, że brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego może ograniczać tempo ożywienia gospodarczego. Członkowie ci ocenili, że prowadzone od grudnia ub.r. interwencje na rynku walutowym – mające na celu ograniczenie presji na aprecjację złotego związanej z dalszym luzowaniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne – ograniczyły ryzyko procyklicznego umocnienia złotego i wzmacniają oddziaływanie poluzowania polityki pieniężnej NBP na gospodarkę.

Większość członków Rady podkreślała również, że ze względu na relatywnie wysoki względem innych krajów naszego regionu udział krajowej wartości dodanej w eksporcie, deprecjacja złotego jednoznacznie poprawia sytuację gospodarczą. Zaznaczano, że eksport z Polski jest mniej importochłonny niż innych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej i w efekcie jest bardziej wrażliwy na zmiany kursu walutowego. Co więcej, pozycja Polski w strukturze globalnych łańcuchów dostaw sprawia, że kurs ma duże znaczenie dla konkurencyjności krajowych producentów. Członkowie ci wskazywali, że na siłę przełożenia zmian kursu walutowego na

dynamikę PKB korzystnie wpływa też silny wzrost roli usług w handlu zagranicznym Polski. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że o ile wpływ deprecjacji złotego na wzrost aktywności eksportowej jest pozytywny, to obecnie jest on słabszy niż w przeszłości.

Członkowie Rady podkreślali, że złagodzeniu polityki pieniężnej NBP w 2020 r. towarzyszyło obniżenie rentowności obligacji oraz pełne przełożenie obniżek stóp procentowych NBP na oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych i firm. Dzięki temu gospodarstwa domowe i firmy otrzymały istotne wsparcie zarówno poprzez działania z zakresu tarcz antykryzysowych, jak i poprzez obniżenie rat kredytowych. Część członków Rady wskazywała przy tym, że otrzymanie przez wiele firm znaczących środków finansowych w ramach pomocy publicznej doprowadziło do silnego wzrostu ich depozytów, co wraz z niepewnością co do przyszłej koniunktury ogranicza popyt przedsiębiorstw na kredyt. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w warunkach utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie – czemu towarzyszy spadek oprocentowania depozytów i lokat – zauważalny jest istotny wzrost cen innych aktywów, w tym cen nieruchomości.

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

Większość członków Rady oceniała, że jeżeli w bieżącym roku następować będzie ożywienie aktywności gospodarczej, a dynamika cen będzie zgodna z celem inflacyjnym, to wskazane będzie utrzymywanie stóp procentowych na niezmienionym 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.

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.

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 niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

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

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych 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%.

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji

otwartego rynku. Terminy oraz skala prowadzonych działań będą uzależnione od warunków rynkowych. NBP będzie także nadal oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

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. Strefa euro w IV kw. ponownie znalazła się w recesji. Dostępne informacje dotyczące sytuacji gospodarczej na początku br. wskazują na utrzymywanie się dekoniunktury w sektorze usług, przy dalszym wzroście produkcji przemysłowej w tej gospodarce.

Inflacja w gospodarce światowej – mimo pewnego wzrostu w części krajów w styczniu – kształtuje się na niskim poziomie. Główne banki centralne utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów. Mimo niepewności dotyczącej rozwoju pandemii utrzymują się optymistyczne nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych. Towarzyszy temu wzrost cen surowców na rynkach światowych, w tym ropy naftowej.

W Polsce 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, spadek PKB był natomiast ograniczany przez pozytywny wpływ eksportu netto.

Napływające dane dotyczące koniunktury w styczniu wskazują na utrzymywanie się relatywnie dobrej sytuacji w przemyśle, choć dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się. Z kolei produkcja budowlano-montażowa i sprzedaż detaliczna notowały wyraźne spadki. Towarzyszył temu spadek przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz obniżenie rocznej dynamiki przeciętnych

wynagrodzeń w tym sektorze. Jednocześnie inflacja w styczniu 2021 r. – według wstępnego szacunku GUS – wyniosła 2,7% r/r.

Po spadku PKB w 2020 r., 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. 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. 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.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 16 lutego 2021 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,7–3,6% w 2021 r. (wobec 1,8–3,2% w projekcji z listopada 2020 r.), 2,0–3,6% w 2022 r. (wobec 1,6–3,6%) oraz 2,2–4,2% w 2023 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,6–5,3% w 2021 r. (wobec 0,8–4,5% w projekcji z listopada 2020 r.), 4,0–6,9% w 2022 r. (wobec 3,8–7,8%) oraz 4,0–6,8% w 2023 r.

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Celem tych operacji jest zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym, zapewnienie płynności rynku wtórnego

skupowanych papierów wartościowych oraz wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych NBP na gospodarkę, tj. wzmocnienie mechanizmu transmisji monetarnej. W celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę NBP może także stosować interwencje na rynku walutowym. Terminy oraz skala prowadzonych działań będą uzależnione od warunków rynkowych. NBP będzie także nadal oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

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 przyjęła *Raport o inflacji – marzec 2021*.

Rada podjęła uchwałę w sprawie Narodowej Strategii Bezpieczeństwa Obrotu Gotówkowego.

4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz Ekonomicznych (DAE) 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 Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projekcji DAE. 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 marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2021 r. do IV kw. 2023 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2020 r.

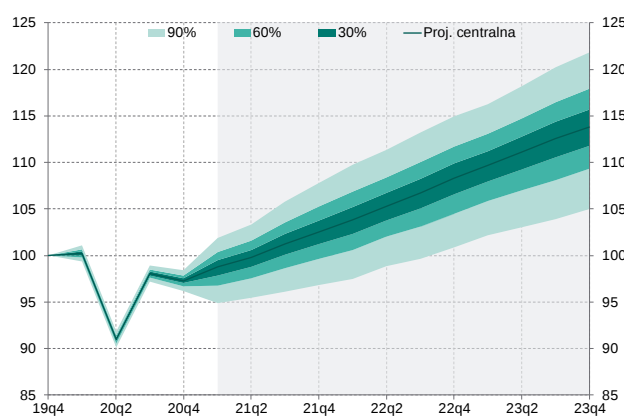
Projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 16 lutego 2021 r. (*cut-off date*).

4.1 Synteza

Na aktywność gospodarczą wciąż silnie oddziałuje bieżąca sytuacja epidemiczna wywołana wirusem SARS-CoV-2 oraz poziom restrykcji obowiązujących w Polsce i innych krajach. Negatywny wpływ obostrzeń na wielkość krajowej produkcji i rynek pracy jest przy tym w części łagodzony przez antykryzysowe działania rządu oraz Narodowego Banku Polskiego. Bieżące dane wskazują jednocześnie na coraz lepsze przystosowanie się podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w okresie pandemii i w konsekwencji relatywnie niewielki spadek PKB w IV kw. 2020 i I kw. 2021 r.

Na przełomie roku Polska i inne kraje Europy rozpoczęły proces szczepień przeciwko COVID-19. Dostępne informacje dotyczące planowanego tempa szczepień oraz skuteczności stosowanych preparatów pozwalają oczekiwać, że w perspektywie najbliższych miesięcy – pomimo przejściowego pogorszenia sytuacji epidemicznej – prawdopodobny jest silny spadek liczby hospitalizacji spowodowanych COVID-19. W ślad za poprawą sytuacji epidemicznej kontynuowane będzie stopniowe znoszenie obowiązujących obostrzeń, które pod koniec roku nie będą już w istotnym stopniu zakłócać funkcjonowania europejskich gospodarek. Realizacja tego scenariusza pozwoli na powrót od II kw. 2021 r. polskiej gospodarki na ścieżkę wzrostu. Będzie temu sprzyjać realizacja przez gospodarstwa domowe odroczonego w trakcie pandemii popytu i relatywnie wysoki obecny poziom ich oszczędności. Utrzymująca się na przestrzeni br. podwyższona niepewność odnośnie do dalszego przebiegu pandemii pozostanie jednak czynnikiem hamującym odbudowę inwestycji przedsiębiorstw, które istotnie wzrosną dopiero w latach 2022-2023. Wzrostowi popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego będzie sprzyjać przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp

Wykres 4.1 Poziom PKB (Q4 2019 = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji poziomu 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.).

procentowych NBP na obecnym rekordowo niskim poziomie.

W I kw. br. inflacja CPI obniży się do 2,5% r/r reagując z opóźnieniem na spadek popytu w ub.r. Wzrost cen żywności ogranicza dodatkowo wysoka podaż warzyw i owoców oraz mięsa. W kolejnych kwartałach br. inflację będą natomiast silnie podwyższać rosnąca dynamika cen paliw oraz wprowadzenie od stycznia br. opłaty mocowej. W dalszym horyzoncie projekcji odbudowa aktywności gospodarczej oraz poprawa sytuacji na rynku pracy będą stopniowo przekładać się na wzrost cen, ale w całym horyzoncie projekcji inflacja CPI utrzyma się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc.

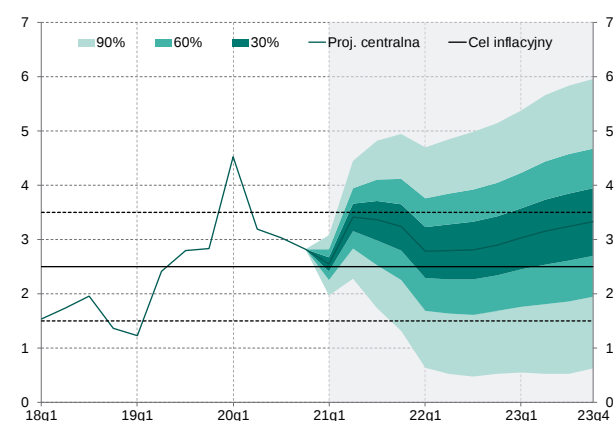
Przyszła sytuacja gospodarcza w Polsce jest silnie uwarunkowana skutecznością szczepień, dalszym przebiegiem pandemii COVID-19 oraz skalą ograniczeń administracyjnych i swobody prowadzenia działalności gospodarczej. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB – oraz w mniejszym stopniu inflacji CPI – wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

W IV kw. 2020 r. nastąpił spadek aktywności ekonomicznej w głównych gospodarkach rozwiniętych wynikający z istotnego pogorszenia sytuacji epidemicznej oraz ponownego zaostrzenia ograniczeń nakładanych na życie społeczne i gospodarcze w tym okresie. Spadek PKB w 2020 r. w otoczeniu gospodarczym Polski był przy tym mniejszy niż oczekiwano w projekcji listopadowej ze względu na łagodniejsze oddziaływanie jesiennej fali pandemii na aktywność gospodarczą (Tabela 4.1). W bieżącej rundzie projekcyjnej założono, że wyraźniejsze poluzowanie obostrzeń

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja marcowa na tle listopadowej

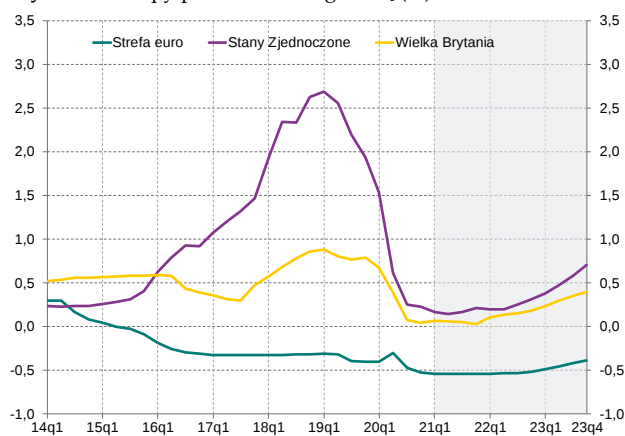
	2020	2021	2022
PKB w strefie euro (r/r, %)			
III 2021	-6,8	3,9	3,9
XI 2020	-7,5	3,2	4,0
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
III 2021	-3,5	4,6	3,2
XI 2020	-3,8	3,3	2,3
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
III 2021	-9,9	3,6	5,5
XI 2020	-10,4	4,2	4,5

Źródło: obliczenia NBP.

w głównych gospodarkach rozwiniętych nastąpi w II kw. 2021 r. w ślad za spadkiem liczby zachorowań, przy rosnącym odsetku zaszczepionych osób z grup wysokiego ryzyka. Do czasu uzyskania odporności zbiorowej społeczeństw tych krajów, co najprawdopodobniej nastąpi do końca 2021 r., utrzymany jednak zostanie wymóg prowadzenia działalności we wzmocnionym reżimie sanitarnym oraz obowiązywać będą częściowe restrykcje w zakresie podróży międzynarodowych. W dalszym ciągu może również dochodzić do wprowadzania czasowych ograniczeń w życiu gospodarczym na poziomie lokalnym. Pomimo rozpoczęcia procesu szczepień, niepewność odnośnie do dalszego przebiegu pandemii pozostaje wysoka. Niepewność ta związana jest zwłaszcza z ryzykiem rozprzestrzeniania się nowych szczepów wirusa, które mogą charakteryzować się silniejszą transmisją lub okazać się bardziej odporne na stosowane szczepionki (por. rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*).

Od II kw. 2021 r., w ślad za wyraźnym odbiciem popytu konsumpcyjnego, oczekiwany jest powrót PKB w otoczeniu polskiej gospodarki na ścieżkę wzrostu. Przyczyni się do tego zniesienie restrykcji dotyczących wiele kategorii usług oraz zmniejszenie obaw ludności przed możliwością zakażenia się. Realizacja odroczonych potrzeb konsumpcyjnych będzie przy tym wspierana przez możliwość wydatkowania przez gospodarstwa domowe oszczędności zakumulowanych w trakcie trwania pandemii. W Stanach Zjednoczonych dodatkowym istotnym wsparciem dla wzrostu spożycia prywatnego będzie przyjęty w grudniu 2020 r. kolejny pakiet fiskalny obejmujący finansowanie zwiększonych zasiłków dla bezrobotnych oraz transfery pieniężne do gospodarstw domowych. Mniej korzystnie kształtują się perspektywy dla odbudowy popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw. Negatywnie będzie na niego wpływać utrzymywanie się podwyższonej niepewności dotyczącej długookresowych trendów w strukturze popytu

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

oraz pogorszenie sytuacji finansowej firm z sektorów szczególnie dotkniętych skutkami pandemii. W strefie euro wpływ powyższych czynników na inwestycje będzie częściowo łagodzony przez wydatkowanie środków z instrumentu *Next Generation EU*.

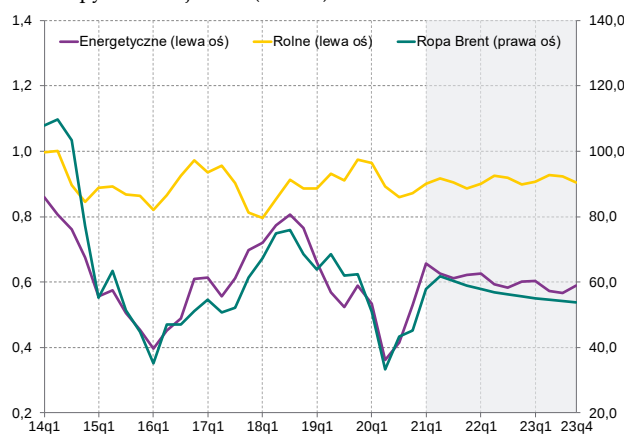
Oczekuje się, że PKB w strefie euro powróci do poziomu sprzed pandemii w II kw. 2022 r. Tempo odbudowy aktywności gospodarczej będzie jednak silnie zróżnicowane w poszczególnych krajach. Relatywnie wolniej odbudowywać się będą gospodarki krajów południa strefy euro, co wynika z ich większej zależności od turystyki zagranicznej oraz często trudniejszej sytuacji fiskalnej.

Inflacja i rynki surowców

W listopadzie i grudniu 2020 r. miało miejsce przyspieszenie tendencji wzrostowej cen ropy naftowej w związku z doniesieniami o pozytywnych wynikach testów szczepionek przeciwko COVID-19 oraz rozpoczęciu programów szczepień w kolejnych krajach (Wykres 4.4). Podobnie kształtowały się na rynkach światowych notowania cen gazu ziemnego i węgla kamiennego, a dodatkowo do ich silnego wzrostu w ostatnich miesiącach przyczynił się rosnący popyt w Azji związany z wyjątkowo chłodną zimą w tym regionie.

Oczekuje się, że w ślad za poprawą globalnej sytuacji epidemicznej i gospodarczej ceny surowców energetycznych będą w latach 2021-2023 średnio wyższe niż w 2020 r., ale pozostaną na relatywnie niskim poziomie względem wcześniejszych lat (Wykres 4.4). Wsparciem dla tego scenariusza jest założony w projekcji dalszy stopniowy wzrost popytu na ropę naftową, który jednak w dużym stopniu będzie równoważony przez oczekiwane dostosowania po stronie podażowej. Prognoza ta obarczona jest jednak wysoką niepewnością związaną zarówno z wpływem pandemii na kształtowanie się popytu na surowce energetyczne w najbliższych latach, jak i przyszłymi decyzjami krajów grupy OPEC

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.

i innych producentów ropy dotyczącymi wielkości wydobycia.

Podobnie jak w przypadku surowców energetycznych, w drugiej połowie 2020 r. odnotowano wzrost cen większości produktów rolnych, do czego przyczyniła się poprawa globalnego popytu oraz wzrost kosztów produkcji i frachtów (Wykres 4.4). W horyzoncie projekcji pozostające na relatywnie niskim poziomie ceny ropy naftowej, wpływające na koszty frachtów i nawozów sztucznych, będą ograniczać skalę dalszych wzrostów cen surowców rolnych (Wykres 4.4). Głównym ryzykiem dla przyjętej prognozy, poza dalszym przebiegiem pandemii COVID-19, pozostaje rozwój epidemii ASF w Niemczech oraz przyszłe warunki agrometeorologiczne.

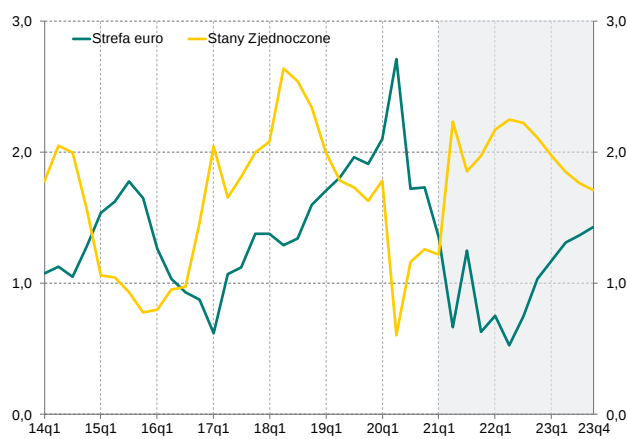
Oczekuje się, że w najbliższych kwartałach dynamika cen w najbliższym otoczeniu gospodarczym Polski (mierzona zmianą deflatora wartości dodanej) kształtować się będzie na obniżonym poziomie, pozostając pod wpływem dezinflacyjnego wpływu pandemii COVID-19 (Wykres 4.5). W strefie euro i Wielkiej Brytanii w kierunku niskiej inflacji będą oddziaływać dostosowania na rynku pracy po wygaśnięciu programów pomocowych oraz niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych. W dalszym horyzoncie projekcji, w ślad za odbudową popytu, oczekuje się stopniowego wzrostu inflacji w tych gospodarkach, która nie przekroczy jednak poziomu 2%.

4.3 Gospodarka polska w latach 2021-2023

Założenia dotyczące rozwoju pandemii i zakresu rządowych restrykcji

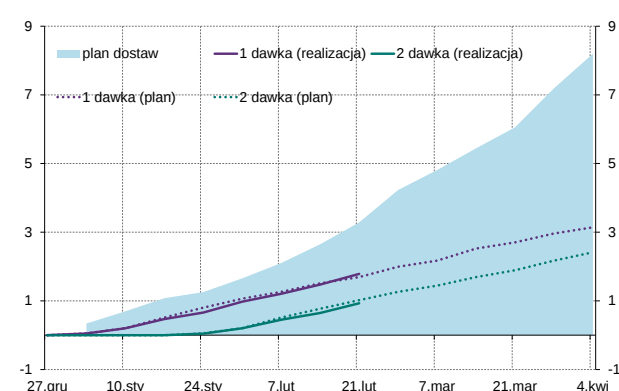
Na przełomie roku Polska i inne kraje Europy rozpoczęły proces szczepień przeciwko COVID-19. Obecnie tempo szczepień ogranicza dostępność szczepionek (Wykres 4.6), ale wraz ze wzrostem zdolności wytwórczych producentów

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 4.6 Tygodniowy plan szczepień na I kwartał 2021 r. i jego realizacja (mln dawek)



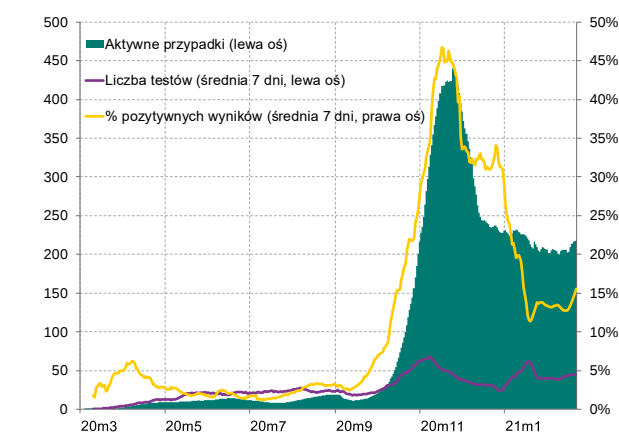
Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia.

i zatwierdzaniem kolejnych preparatów proces ten powinien przyspieszyć. Jednak nawet utrzymanie obecnego tempa szczepień powinno pozwolić na zaszczepienie w ciągu 6 miesięcy najstarszych grup wiekowych, najbardziej narażonych na ostry przebieg choroby. Dostępne informacje dotyczące skuteczności stosowanych preparatów pozwalają oczekiwać, że zaszczepienie tej części populacji powinno radykalnie zredukować liczbę hospitalizacji spowodowanych COVID-19. Tempo szczepień, czas trwania odporności poszczepiennej oraz skuteczność aktualnie dostępnych preparatów przeciwko pojawiającym się nowym mutacjom wirusa obarczone są jednak wysoką niepewnością.

W ślad za poprawą sytuacji epidemicznej (Wykres 4.7) oraz rozpoczęciem procesu szczepień rząd rozpoczął proces ponownego, stopniowego zmniejszania zakresu ograniczeń nałożonych na życie gospodarcze i społeczne. Obowiązujące wciąż restrykcje w największym stopniu ograniczają działalność przedsiębiorstw z sektora usług: gastronomii, kultury, szkolnictwa oraz sportu i rekreacji. W szczególności nadal pozostaje zawieszona działalność większości obiektów sportowych (siłownie, centra fitness), placówki kultury i hotele mogą zapełniać do 50% dostępnych miejsc, szkoły – z wyjątkiem nauczania początkowego – funkcjonują w trybie pracy zdalnej, a restauracje mogą przygotowywać dania jedynie na wynos.

W projekcji przyjęto założenie, że po obecnym przejściowym wzroście zachorowań liczba hospitalizacji będzie stopniowo spadać prowadząc do ograniczania skali restrykcji. Przez większą część roku nadal będzie obowiązywać reżim sanitarny, jednak działalność większości branż zostanie przywrócona. Wraz z zaszczepieniem znacznej części populacji, w tym najstarszych grup wiekowych, pod koniec roku oczekiwane jest zniesienie większości obowiązujących ograniczeń, które nie będą już w istotnym stopniu zakłócać funkcjonowania krajowej gospodarki. Odmienna

Wykres 4.7 Liczba aktywnych przypadków zakażeń w Polsce, liczba wykonanych testów (w tys.) i odsetek pozytywnych wyników (%)



Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia.

od przyjętych założeń skala restrykcji stanowi główne źródło ryzyka dla kształtowania się przyszłego wzrostu gospodarczego.

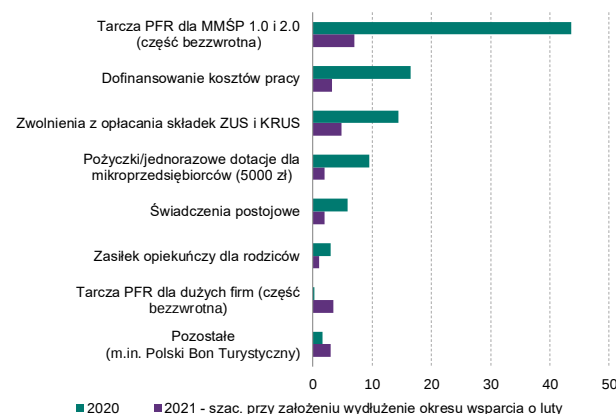
Działania antykrzysowe i wspierające rozwój po pandemii

Negatywny wpływ pandemii na gospodarkę łągodzą realizowane przez rząd programy antykrzysowe – w części finansowane również ze środków unijnych – oraz znaczące poluzowanie polityki pieniężnej przez NBP (Wykres 4.8, Wykres 4.9). Pozytywny efekt tych działań będzie również zauważalny po zakończeniu wsparcia finansowego, ze względu na zmniejszenie odsetka osób zagrożonych długotrwałym bezrobociem oraz ograniczenie liczby przedsiębiorstw, które nie przetrwałyby okresu silnego spadku ich przychodów.

Działania antykrzysowe zostały na szeroką skalę wdrożone w II kw. 2020 r., kiedy wprowadzono najsilniejsze obostrzenia dotyczące działalności gospodarczej. W obliczu drugiej fali epidemii, i związanej z nią zwiększenia restrykcji, pod koniec 2020 r. rząd ogłosił kolejne pakiety działań antykrzysowych. Pomocą zostały objęte sektory najmocniej dotknięte przez obostrzenia, w szczególności branża gastronomiczna, fitness, targowa, turystyczna i kulturalno-rozrywkowa. Mikro, małe i średnie firmy mogą składać wnioski o wypłatę subwencji w ramach Tarczy Finansowej PFR 2.0, a przedsiębiorstwa najbardziej poszkodowane przez restrykcje będą mogły ubiegać się o pełne umorzenie wsparcia udzielonego w 2020 r. Przedłużono także terminy ubiegania się o pożyczki w ramach Tarczy PFR dla dużych firm. Jednocześnie w ramach Tarczy 6.0 oraz Tarczy 7.0 kontynuowane jest dofinansowanie wynagrodzeń pracowników, zwolnienie ze składek ZUS oraz wsparcie dla samozatrudnionych.

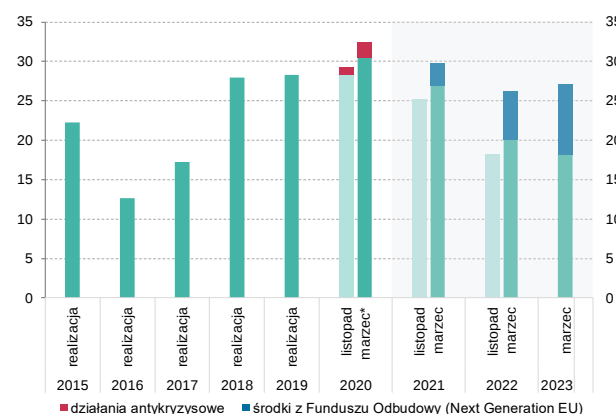
W bieżącym roku uruchomiony zostanie nowy instrument unijnej pomocy finansowej – *Next Generation EU*, którego celem jest wspieranie

Wykres 4.8 Działania antykrzysowe – wsparcie bezzwrotne finansowane ze środków krajowych (mld zł)



Źródło: szacunki NBP na podstawie ocen skutków regulacji oraz danych ZUS, MRPiPS, MRPiT i PFR.

Wykres 4.9 Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

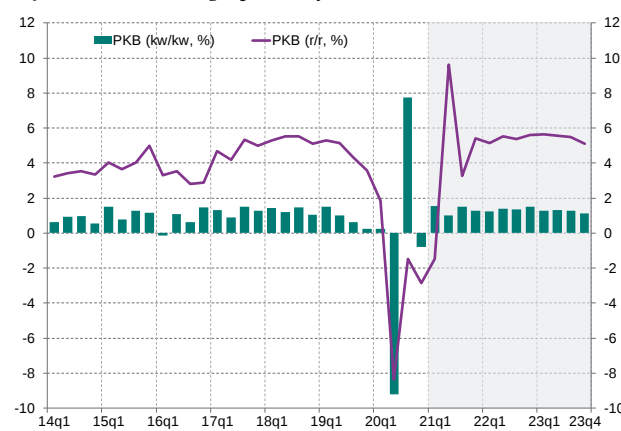
* szacunki NBP.

rozwoju gospodarek europejskich po kryzysie wywołanym pandemią COVID-19. Jego zasadniczym elementem jest Fundusz Odbudowy, z którego Polska ma otrzymać blisko 24 mld euro dotacji. Środki te będą przeznaczone m.in. na finansowanie projektów z zakresu transformacji energetycznej i rozwoju cyfryzacji i mogą być wydane do 2026 r. Ze względu na nowy charakter tego instrumentu oraz brak szczegółowych informacji na temat planowanego przeznaczenia dostępnych środków (rząd ma czas na przekazanie tzw. Krajowego Planu Odbudowy do Komisji Europejskiej do końca kwietnia br.), przyjęto ostrożne założenie, że w latach 2021-2023 Polska wykorzysta około jedną trzecią dotacji dostępnych w ramach całej alokacji Funduszu Odbudowy.

Aktywność gospodarcza

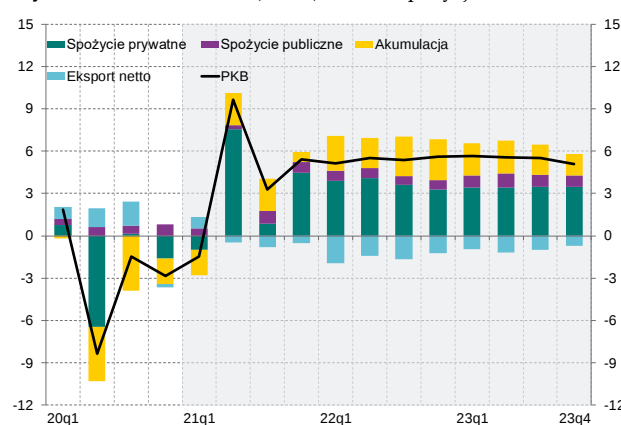
W projekcji założono, że od II kw. 2021 r. nastąpi powrót gospodarki na ścieżkę wzrostu, uwarunkowany jednak normalizacją sytuacji epidemicznej, odbudową aktywności za granicą oraz poprawą perspektyw dla popytu prywatnego (por. Wykres 4.10, Wykres 4.11). Scenariusz projekcyjny zakłada przy tym relatywnie niskie – biorąc pod uwagę skalę spadku aktywności gospodarczej w ubiegłym roku – tempo wzrostu PKB w 2021 r. Będzie je ograniczać powolne znoszenie obostrzeń epidemicznych oraz utrzymująca się na podwyższonym poziomie niepewność związana z dalszym przebiegiem pandemii. Z drugiej strony, odbudowę aktywności gospodarczej będą wspierać działania antykryzysowe rządu oraz Narodowego Banku Polskiego (por. punkt *Działania antykryzysowe*), w tym obniżenie stóp procentowych do rekordowo niskiego poziomu. Oczekuje się, że w połowie bieżącego roku nastąpi powrót PKB do poziomu sprzed pandemii. W kolejnych dwóch latach ekspansja będzie przekraczać 5% rocznie, a tym samym gospodarka stopniowo powróci do średniookresowej ścieżki wzrostu oczekiwanej przed pandemią.

Wykres 4.10 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

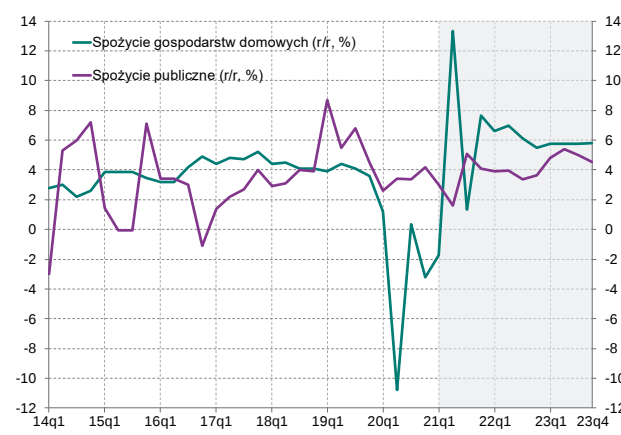


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wzrost spożycia prywatnego nadal ograniczają restrykcje administracyjne, zmiany w zachowaniu ludności w obawie przed zakażeniem koronawirusem oraz wymuszony restrykcjami i spowodowany motywem przezornościowym wzrost krańcowej skłonności do oszczędzania. W konsekwencji stopa oszczędności gospodarstw domowych, po silnym wzroście w ub.r. wspieranym dodatkowo działaniami fiskalnymi, obniży się w br. tylko w nieznacznym stopniu. Zniesienie obostrzeń epidemicznych oraz relatywnie wysoki wyjściowy poziom oszczędności będą jednak sprzyjać szybkiemu wzrostowi spożycia w kolejnych latach (Wykres 4.12), skutkującemu konwergencją stopy oszczędności gospodarstw domowych do poziomu sprzed pandemii.

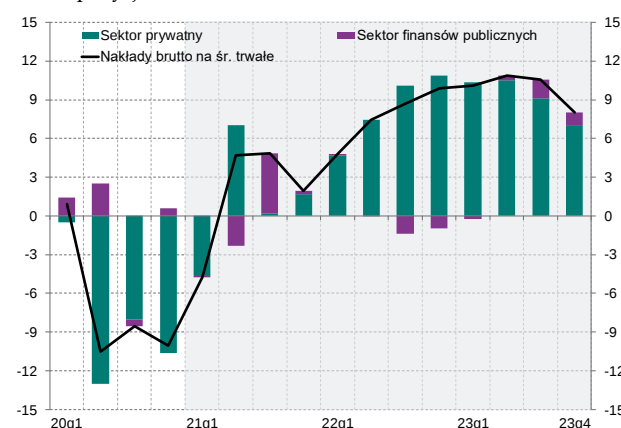
Restrykcje w działalności niektórych branż i podwyższona niepewność oraz związana z nią niechęć do zaciągania długotrwałych zobowiązań finansowych, pozostaną czynnikiem hamującym odbudowę popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw w bieżącym roku (Wykres 4.13). Potwierdzają to wyniki badań ankietowych firm, zgodnie z którymi perspektywa powrotu inwestycji do poziomu sprzed pandemii jest silnie uzależniona od zakresu doświadczanych przez przedsiębiorstwo restrykcji⁵⁰. Jednocześnie firmy spodziewają się, że wielkość nakładów w br. będzie zbliżona do ubiegłorocznej, pomimo ich silnego spadku odnotowanego w 2020 r.⁵¹ Zakładane trwałe ograniczenie obostrzeń epidemicznych spowoduje, że w kolejnych latach poziom nakładów na środki trwałe wyraźnie wzrośnie, a pod koniec 2023 r. stopa inwestycji przedsiębiorstw powróci do poziomu zbliżonego do tego sprzed pandemii. Zwiększeniu nakładów kapitałowych powinien sprzyjać niski wyjściowy stopień automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnące koszty pracy. Wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie również

Wykres 4.12 Spożycie gospodarstw domowych i publicznych



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.13 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 sektora 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.

⁵⁰ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2021 r.

⁵¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2021 r.

wspierać wykorzystanie środków z instrumentu *Next Generation EU*.

Wraz z poprawą sytuacji na rynku pracy ubiegłoroczne spowolnienie wzrostu popytu na mieszkania okaże się przejściowe. Przyspieszeniu inwestycji mieszkaniowych będzie sprzyjać podwyższony poziom oszczędności części gospodarstw domowych oraz rekordowo niski poziom stóp procentowych.

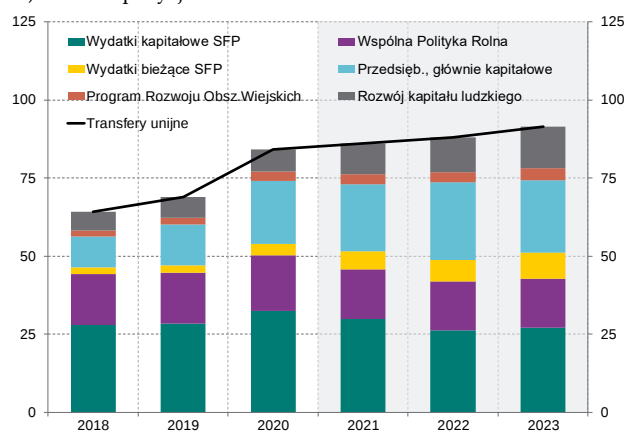
Do zwiększenia inwestycji ogółem w horyzoncie projekcji przyczynią się, choć w dużo mniejszej skali niż wzrost popytu sektora prywatnego, nakłady sektora finansów publicznych. Będą je wspierać środki z instrumentu *Next Generation EU*, łagodząc spadek funduszy z polityki spójności wynikający z końcowej fazy wykorzystania finansowania w ramach perspektywy 2014-2020 (Wykres 4.14).

Poprawiająca się w horyzoncie projekcji koniunktura w kraju i za granicą wpłynie na wzrost wolumenów eksportu i importu (Wykres 4.15). Już obecnie prognozy sprzedaży za granicę większości przedsiębiorstw kształtują się powyżej poziomu sprzed pandemii, a eksporterzy spodziewają się wyższego popytu niż przedsiębiorstwa prowadzące sprzedaż wyłącznie na rynku krajowym⁵². Jednocześnie jednak ze względu na istotne przyspieszenie dynamiki popytu krajowego i silniejszą niż eksportu cykliczną reakcję importu, kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB obniży się i ukształtuje w latach 2022-2023 na wyraźnie ujemnym poziomie.

Produkt potencjalny i luka popytowa

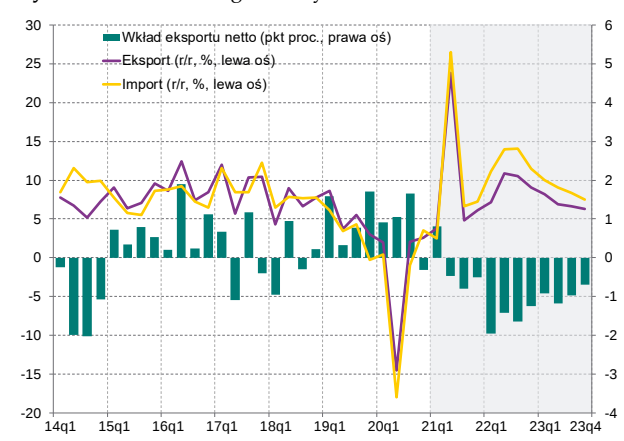
Po istotnym obniżeniu w ub.r., dynamika potencjalnego PKB powraca w horyzoncie projekcji do poziomu zbliżonego do obserwowanego przed pandemią (Wykres 4.17). W kierunku szybszego wzrostu potencjału produkcyjnego polskiej

Wykres 4.14 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



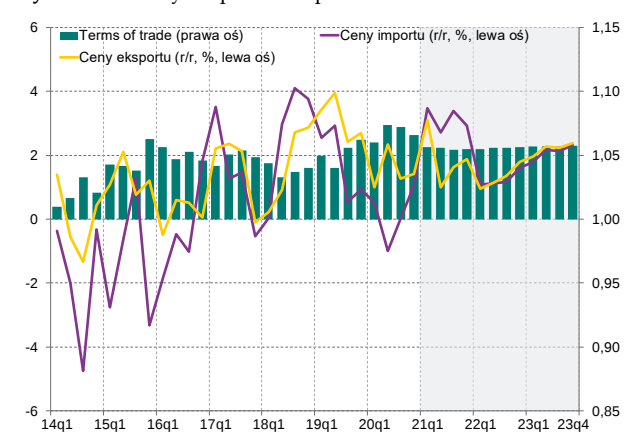
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.15 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.16 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

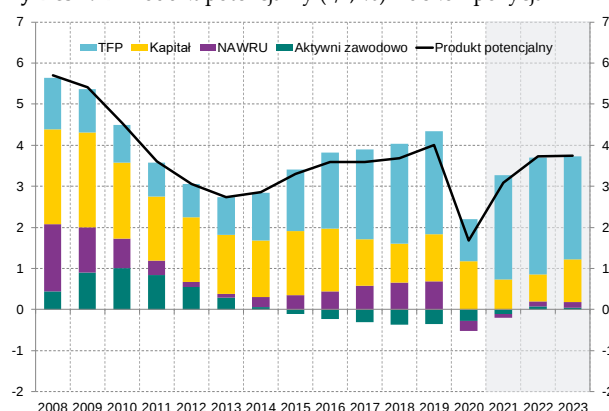
⁵² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2021 r.

gospodarki będzie oddziaływać powrót dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji (TFP) i kapitału wytwórczego do średniej wartości z ubiegłych lat.

Do przyspieszenia dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji przyczyni się odwrócenie negatywnych zmian jakie zaszły w polskiej gospodarce w okresie pandemii COVID-19. Wraz z poprawą sytuacji epidemicznej istotnie zmniejszy się liczba nieobecności pracowników, a większość osób powróci do trybu pracy sprzed pandemii. Jednocześnie duża część zatrudnionych świadczących pracę zdalną nabędzie już umiejętności potrzebne do jej efektywnego wykonywania. Zniesienie restrykcji gospodarczych przyczyni się również do ponownego zwiększenia stopnia wykorzystywania 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.

Wybuch pandemii COVID-19 przyczynił się również do obniżenia potencjalnego zasobu siły roboczej, który jednak w horyzoncie projekcji ulegnie w dużym stopniu odwróceniu. Spadek ten jest związany ze zwiększonym niedopasowaniem na rynku pracy odzwierciedlonym przez wzrost poziomu stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) i obniżenie liczby osób aktywnych zawodowo (Wykres 4.18, Wykres 4.20). Z jednej strony tracą pracę osoby w branżach dotkniętych kryzysem, a z drugiej – inne sektory gospodarki, które w wyniku pandemii i jej następstw doświadczyły wzrostu popytu na produkowane wyroby i świadczone usługi, zgłaszają problemy z dostępnością wykwalifikowanych pracowników. Wynika to z braku możliwości szybkiego nabycia

Wykres 4.17 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



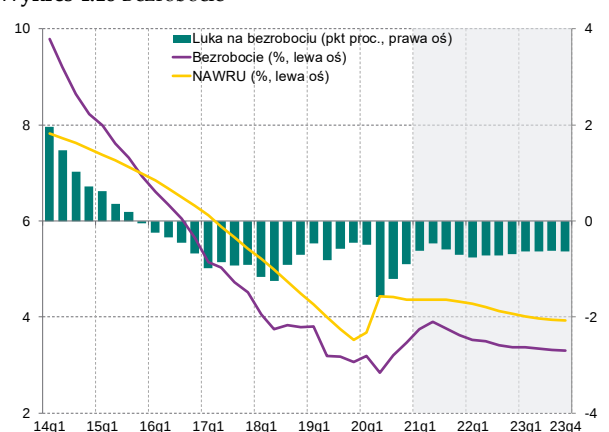
Źródło: obliczenia NBP.

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:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [L_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0.67} \cdot K_t^{1-0.67},$$

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzonym o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, L_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.

Wykres 4.18 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

$NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac.

przez osoby tracące zatrudnienie wymaganych kwalifikacji do podjęcia innej pracy. Będą one wracać na rynek pracy stopniowo, wraz z luzowaniem obostrzeń, postępującą poprawą koniunktury – a w konsekwencji – wzrostem ofert pracy w swoim zawodzie.

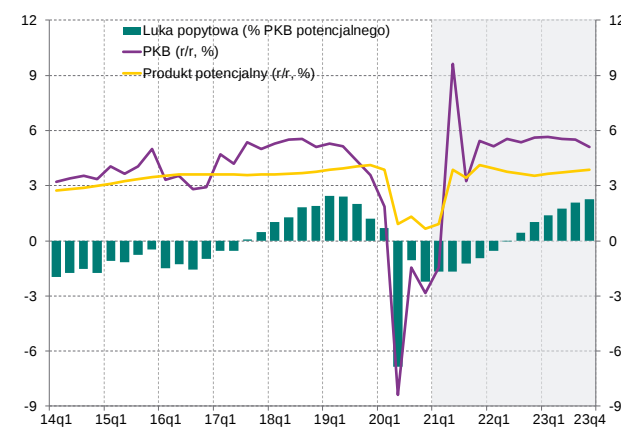
Znacznie silniejszy spadek dynamiki popytu niż produktu potencjalnego w ub.r. spowodował ukształtowanie się luki popytowej na ujemnym poziomie (Wykres 4.19). W 2021 r., wraz z postępującą odbudową aktywności gospodarczej, luka popytowa ulegnie zawężeniu, nie osiągając jednak dodatnich wartości. Taki kształt luki popytowej wynika z dużej persystencji oddziaływania czynników obniżających obecnie popyt, przy szybszym ustępowaniu ograniczeń po stronie podaży. W latach 2022-2023 wzrost PKB istotnie przyspieszy, co przełoży się na systematycznie rosnącą dodatnią lukę popytową oddziałując w kierunku szybszego wzrostu cen.

Rynek pracy

Wybuch pandemii, skutkujący wprowadzeniem restrykcji administracyjnych i obniżeniem aktywności gospodarczej, negatywnie wpłynął na sytuację na rynku pracy w 2020 r. (Wykres 4.20). Skalę redukcji zatrudnienia łagodziły jednak działania osłonowe w ramach rządowych tarcz antykrzysowych oraz dążenie firm do chomikowania pracy (ang. *labor hoarding*). W 2021 r. kontynuowane będzie wsparcie rządowe, a wraz ze znoszeniem restrykcji oraz poprawą koniunktury, popyt na pracę stopniowo zacznie rosnąć. Wzrost zatrudnienia będzie jednak ograniczać relatywnie niewielka skala wcześniejszych zwolnień pracowników. W dalszym horyzoncie projekcji, w warunkach silniejszego ożywienia aktywności gospodarczej, liczba ofert pracy znacząco się zwiększy, ale dynamikę pracujących hamować będzie ograniczona podaż pracy.

W 2021 r. tempo wzrostu wynagrodzeń utrzyma się poniżej poziomu sprzed pandemii (Wykres

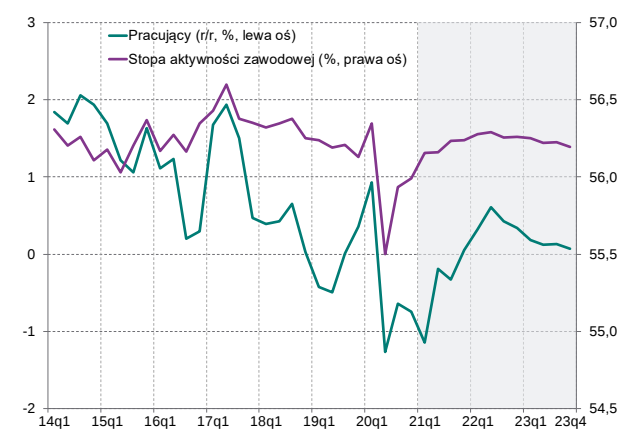
Wykres 4.19 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

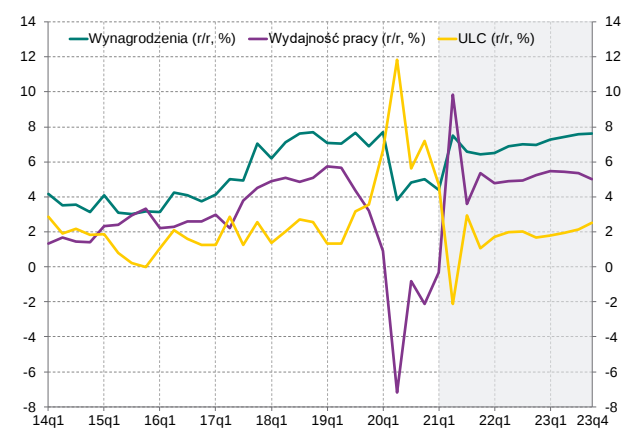
Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

Wykres 4.20 Pracujący i aktywność zawodowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.21 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy 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.

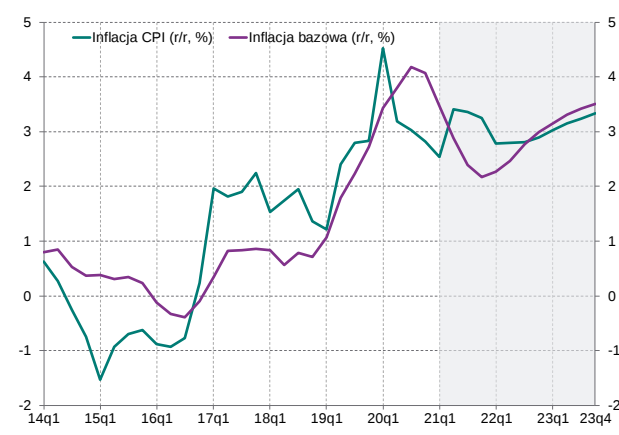
4.21). Z jednej strony, w kierunku wyższych płac oddziaływać będzie odbudowa intensywności pracy spowodowana znoszeniem ograniczeń w funkcjonowaniu kolejnych branż gospodarki. Jednocześnie w warunkach stopniowo rosnącego popytu na pracę będą realizowane planowane na 2020 r. podwyżki wynagrodzeń, szczególnie w sektorach, w których brakuje wykwalifikowanych pracowników. Z drugiej strony siłę negocjacyjną pracobiorców będzie ograniczać utrzymująca się w części branż zmniejszona liczba ofert pracy oraz relatywnie wysoka liczba imigrantów zarobkowych. Potwierdzają to wyniki badań przedsiębiorstw wskazujące na obniżoną presję płacową względem okresu sprzed pandemii oraz spadek odsetka firm planujących podwyżki płac w I kw. br.⁵³ Wzrost wynagrodzeń w 2021 r. w gospodarce narodowej ograniczać będzie również zamrożenie płac i istotna redukcja wypłat nagród i premii w podmiotach sektora finansów publicznych. W latach 2022-2023 tempo wzrostu wynagrodzeń przyspieszy w ślad za odbudową popytu na pracę przy niskim zasobie osób bezrobotnych.

Inflacja CPI

Po obniżeniu się średniorocznej inflacji CPI w latach 2021-2022, w 2023 r. dynamika cen ponownie wrośnie, kształtując się jednak w całym horyzoncie projekcji w przedziale odchylen od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 4.22, Wykres 4.23, Wykres 4.24).

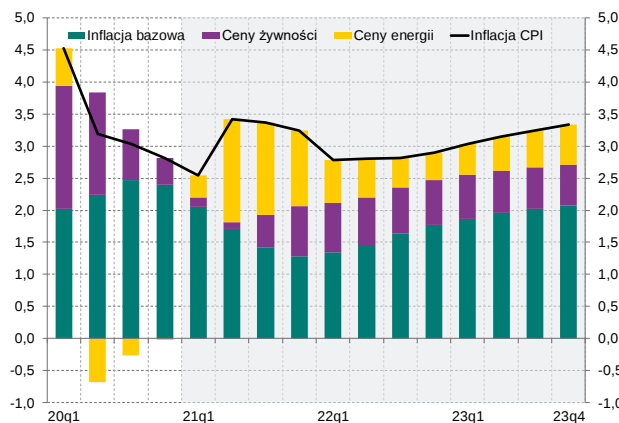
Na spadek średniorocznej inflacji względem 2020 r. złoży się kilka czynników. Po pierwsze dynamika cen zareaguje z opóźnieniem na obserwowane w ub.r. obniżenie popytu, przy utrzymującej się niepewności wobec tempa szczytów warunkującego przyszły przebieg pandemii. Inflację będzie ograniczać również

Wykres 4.22 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2021 r.

obniżone tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

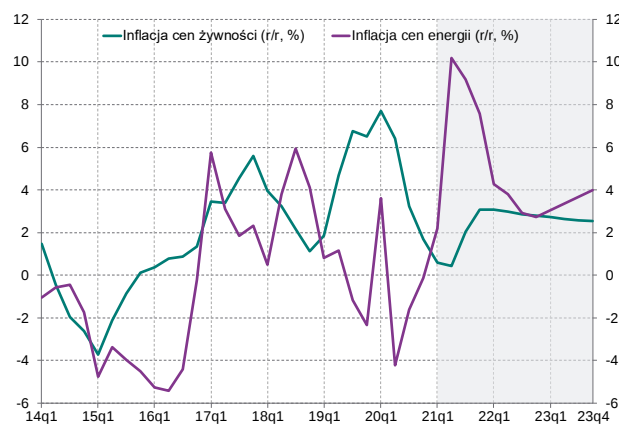
W I poł. 2021 r. dynamikę krajowych cen żywności będzie dodatkowo zmniejszała wysoka podaż warzyw i owoców w następstwie ich korzystnych zbiorów w 2020 r. Dalsze rozprzestrzenianie się epidemii ASF w Niemczech przełoży się z kolei na spadek cen mięsa ze względu na wzrost podaży wieprzowiny w Polsce spowodowany pogorszeniem się możliwości jej eksportu⁵⁴.

Dodatkowym czynnikiem obniżającym w 2021 r. inflację w ujęciu r/r będzie wygasający wpływ wprowadzonych w 2020 r. przez niektóre firmy tzw. „opłat covidowych”. Przyczyni się do tego oczekiwana poprawa sytuacji epidemicznej skutkująca luzowaniem restrykcji, co zwiększy wydajność przedsiębiorstw oraz obniży koszty ich funkcjonowania związane z utrzymywaniem zwiększonego reżimu sanitarnego.

Skalę spadku inflacji CPI w 2021 r. ograniczy wzrost cen energii. Będzie on konsekwencją zwiększenia dynamiki cen paliw w porównaniu do 2020 r., gdy istotnie obniżył się popyt na ropę naftową i nastąpił spadek jej cen na rynkach światowych. W kierunku wyższych cen konsumenta będzie oddziaływać również wprowadzenie od stycznia 2021 r. opłaty mocowej oraz opłaty cukrowej.

W 2023 r. nastąpi ponowny wzrost inflacji CPI związany z opóźnionym wpływem odbudowy popytu krajowego i zagranicznego i, w konsekwencji, ukształtowaniem się luki popytowej na dodatnim poziomie. Jednocześnie w wyniku ograniczonej podaży pracy tempo wzrostu płac przyspieszy. W kierunku wyższych cen konsumenta będzie oddziaływać również oczekiwany wzrost inflacji w otoczeniu

Wykres 4.24 Inflacja cen żywności i energii



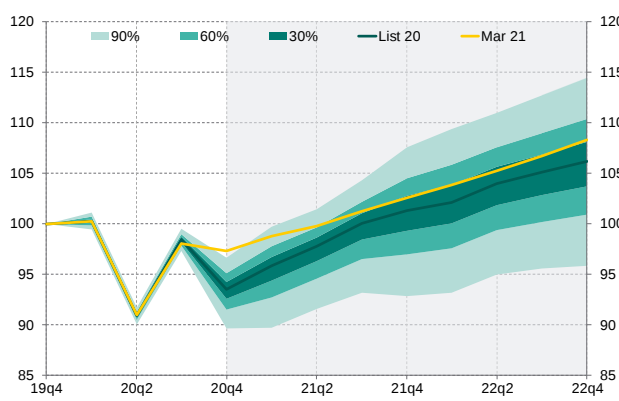
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 4.2 Projekcja marcowa na tle listopadowej

	2020	2021	2022
PKB (r/r, %)			
III 2021	-2,8	4,1	5,4
XI 2020	-3,5	3,1	5,7
Inflacja CPI (r/r, %)			
III 2021	3,4	3,1	2,8
XI 2020	3,4	2,6	2,7

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Projekcja marcowa na tle listopadowej: poziom PKB (IV kw. 2019=100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁴ Przypadki ASF doprowadziły do objęcia Niemiec zakazem eksportu wieprzowiny – również z obszarów niedotkniętych epidemią – do części krajów, które nie uznają regionalizacji wewnątrzpaństwowej. Tym samym podaż wieprzowiny na rynku wewnętrznym w Niemczech wzrosła, obniżając zapotrzebowanie na import tego gatunku mięsa z Polski. Będzie to prowadzić do wzrostu podaży wieprzowiny również w Polsce.

gospodarczym Polski wpływający na wyższe ceny importu.

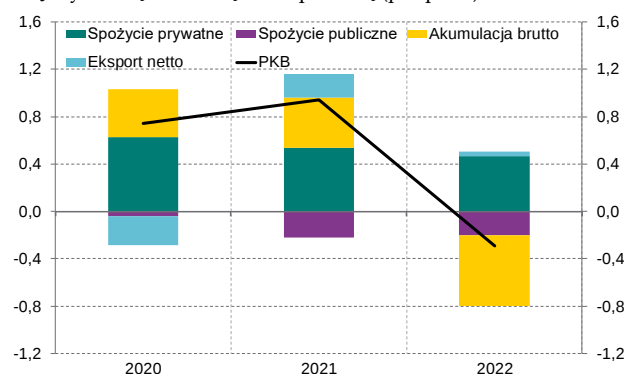
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji listopadowej przyczyniły się do podwyższenia prognozy dynamiki PKB w 2021 r., implikując szybszy powrót aktywności gospodarczej do poziomu sprzed pandemii. Jednocześnie nowe informacje przełożyły się na korektę w górę przewidywanej inflacji CPI w 2021 r. oraz, w istotnie mniejszej skali, w 2022 r. (Tabela 4.2, Wykres 4.26, Wykres 4.28).

Prognozowaną ścieżkę PKB w bieżącej rundzie progностycznej podniosła szybsza od założeń poprzedniej projekcji odbudowa aktywności gospodarczej w kraju oraz – w mniejszym stopniu – za granicą. W szczególności dane z końca 2020 r. i początku 2021 r. sygnalizują wyraźną poprawę koniunktury w sektorze przemysłowym, wzrost eksportu towarów oraz relatywnie korzystną sytuację na krajowym rynku pracy. Wskazuje to na coraz lepsze przystosowanie się podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w okresie pandemii. Jednocześnie pozytywnie na prognozę dynamiki PKB wpływają nowe działania antykryzysowe rządu oraz, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie, wykorzystanie funduszy unijnych w ramach instrumentu *Next Generation UE*. Prognozowany poziom PKB w całym horyzoncie projekcji ukształtuje się powyżej oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej jednak szybsze niż zakładano tempo odbudowy krajowej aktywności gospodarczej w latach 2020-2021, przełoży się, ze względu na punkt odniesienia, na nieznacznie niższą dynamikę PKB w 2022 r.

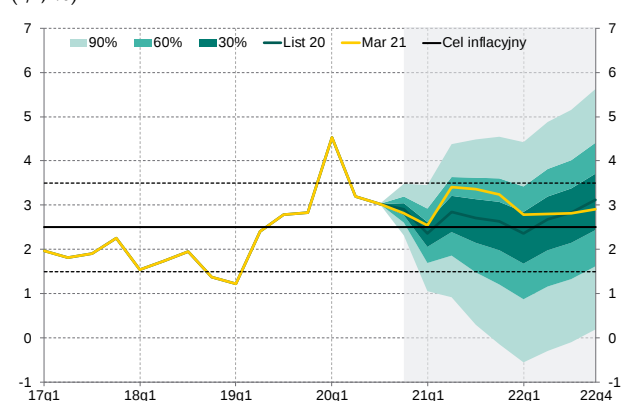
Za podniesienie ścieżki inflacji CPI w 2021 r. względem projekcji listopadowej odpowiada w największym stopniu rewizja prognozowanych cen energii przy mniejszej skali korekt dynamiki cen żywności i inflacji bazowej.

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



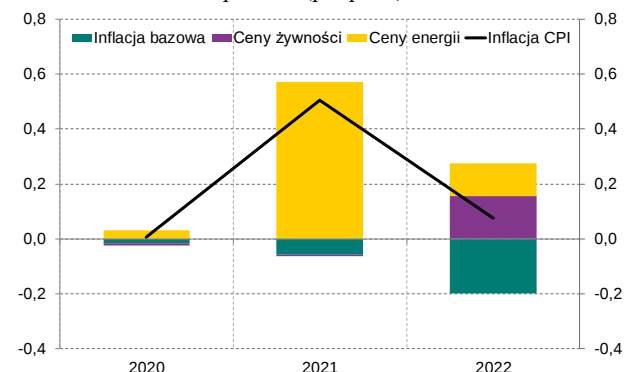
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.27 Projekcja marcową na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.28 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (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.

Prognozę cen energii podwyższa, wpływając na ceny paliw, silny wzrost notowań ropy naftowej na rynkach światowych jaki nastąpił po *cut-off date* poprzedniej projekcji. W tym samym kierunku oddziałują także wyższe niż zakładano w projekcji listopadowej ceny uprawnień do emisji CO₂. Wzrost ten jest związany z zaostrzeniem unijnego celu redukcji emisji dwutlenku węgla do 2030 r.⁵⁵, co przekłada się na zwyższą tendencję hurtowych cen na towarowej giełdzie energii elektrycznej.

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, oraz – w mniejszym stopniu – dla kształtowania się inflacji w Polsce stanowi dalszy przebieg pandemii. Wpływ pandemii na zmiany inflacji jest bowiem wypadkową, z jednej strony, zmian popytu, a z drugiej – kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB i inflacji CPI wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji (Tabela 4.3).

Ostrzejszy przebieg pandemii połączony z trwałym obniżeniem aktywności gospodarczej w Polsce

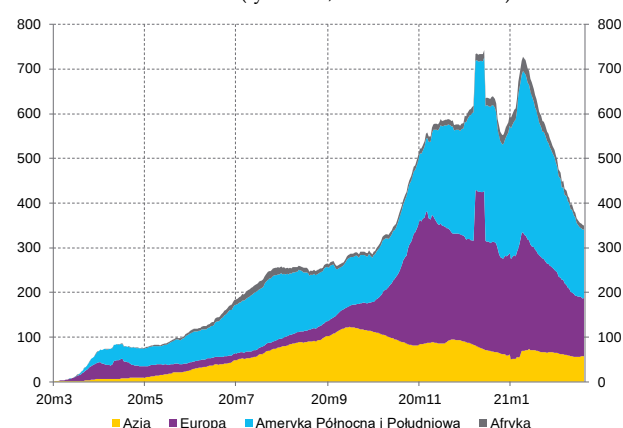
W bieżącej rundzie progностycznej głównym ryzykiem dla realizacji centralnego scenariusza projekcyjnego jest mniejsza niż założono skuteczność działań ograniczających przebieg pandemii COVID-19, zwłaszcza skuteczność

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%)
21q1	0,00	0,46	1,00	0,52	1,00
21q2	0,00	0,10	0,57	0,52	0,57
21q3	0,03	0,20	0,59	0,53	0,55
21q4	0,07	0,28	0,62	0,53	0,55
22q1	0,17	0,44	0,75	0,53	0,57
22q2	0,18	0,44	0,73	0,53	0,54
22q3	0,19	0,43	0,71	0,52	0,52
22q4	0,17	0,40	0,68	0,51	0,51
23q1	0,16	0,37	0,64	0,51	0,48
23q2	0,16	0,35	0,60	0,51	0,45
23q3	0,15	0,33	0,57	0,51	0,43
23q4	0,14	0,31	0,55	0,51	0,41

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.29 Dzienna liczba zdiagnozowanych zakażeń wirusem SARS-CoV-2 na świecie (tys. osób, 7-dniowa średnia)



Źródło: Johns Hopkins University, obliczenia NBP.

metod zapobiegania nowym zakażeniom i zachorowaniom. W szczególności na prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza może wpłynąć pojawienie się nowych mutacji koronawirusa, które w porównaniu do obecnych szczepów charakteryzowałyby się silniejszą transmisją, wyższą śmiertelnością lub odpornością na stosowane szczepionki. W konsekwencji odporność nabywana w wyniku

⁵⁵ W grudniu ub.r. Rada Europejska zdecydowała, że cel redukcji CO₂ na rok 2030 wyniesie co najmniej 55 proc. w stosunku do roku 1990 wobec dotychczasowego poziomu 40 proc.

szczepień mogłaby okazać się krótsza od oczekiwań i w rezultacie pojawiłaby się konieczność ich powtarzania. Na realizację pesymistycznego scenariusza mogłoby złożyć się także zbyt wolne tempo szczepień wynikające z ograniczeń w dostępności szczepionek. W szczególności przesądzić o tym mogą ograniczone możliwości produkcyjne, opóźnienia w dostawach ze względu na niedoskonałości aktualnie wykorzystywanej infrastruktury do transportu szczepionek oraz duże obciążenie systemu opieki zdrowotnej. Materializacja tych ryzyk oznacza, że opanowanie pandemii nie będzie możliwe i w horyzoncie projekcji będą powtarzać się ponowne wysokie wzrosty liczby nowych zakażeń.

Taki przebieg zdarzeń może wymagać okresowego zaostrzenia restrykcji przez rządy poszczególnych krajów i przywracania części administracyjnych ograniczeń działalności gospodarczej. Nawracające okresy ekspansji pandemii będą skutkować niższą podażą pracy ze względu na absencje pracowników spowodowane kwarantanną bądź koniecznością opieki nad dziećmi w przypadku przywrócenia zdalnego nauczania wszystkich uczniów. Mogłoby to prowadzić do ograniczenia produkcji, a nawet wstrzymania działalności części firm. Jednoczesna konieczność zachowania odpowiedniego reżimu sanitarnego podwyższałaby koszty funkcjonowania przedsiębiorstw oraz dodatkowo zmniejszałaby wydajność pracy. Ponowne eskalacje pandemii skutkowałyby utrwaleniem zmian zachowań ekonomicznych ludności zgodnie z zasadą zwiększonego dystansu społecznego, co przełożyłoby się na trwałe ograniczenie popytu na wiele typów usług. Wydłużony okres utrzymywania się niekorzystnych uwarunkowań zwiększałby liczbę bankructw przedsiębiorstw, na co w największym stopniu byłyby narażone branże usługowe, w szczególności hotelarstwo, rekreacja, kultura i gastronomia. Sektor usług dodatkowo może być dotknięty obniżoną

aktywnością osób młodych, którzy poprzez szok pandemiczny mogą mieć utrudniony start zawodowy i problemy z wejściem na rynek pracy. Kolejnym czynnikiem, który opóźniałby odbudowę aktywności gospodarczej, może być ograniczona możliwość dalszych działań pomocowych ze strony polityki gospodarczej.

Te negatywne tendencje mogłyby dodatkowo zostać wzmocnione przez nasilenie się problemów z wypłacalnością i stabilnością systemów finansowych w gospodarkach charakteryzujących się wysokim poziomem zadłużenia. Trudności z opanowaniem pandemii przyczyniłyby się także do wzrostu niestabilności społecznej, zwłaszcza w krajach, w których pandemia spowodowała silny wzrost nierówności dochodowych. Negatywne oddziaływanie pandemii na aktywność gospodarczą mogłoby pogłębić także nasilenie się sporów gospodarczych pomiędzy krajami skutkujące wzrostem barier w handlu światowym, obniżeniem inwestycji zagranicznych oraz spowolnieniem transferu technologii do mniej rozwiniętych gospodarek. Działania te hamowałyby wzrost produktywności w gospodarce światowej w szczególności w gospodarkach silnie zależnych od handlu międzynarodowego.

Materializacja powyższych ryzyk przyczyniłaby się do wydłużonego w czasie obniżenia aktywności ekonomicznej w gospodarce światowej, w tym również w Polsce. W warunkach podwyższonej niepewności istotnemu ograniczeniu uległyby inwestycje przedsiębiorstw. Uwzględniając również spadek podaży pracy oraz wolniejszą dynamikę łącznej produktywności czynników produkcji skutkowałoby to trwałym ubytkiem potencjału wytwórczego krajowej gospodarki.

Łagodniejszy przebieg pandemii połączony z bardziej efektywną polityką gospodarczą w otoczeniu zewnętrznym

Z drugiej strony, możliwy – choć mniej prawdopodobny – jest łagodniejszy rozwój pandemii w Polsce i za granicą, skutkujący szybszym niż oczekiwano w ścieżce bazowej wzrostem gospodarczym. Mogłyby się do tego przyczynić: istotne postępy w ograniczeniu pandemii COVID-19, zmniejszenie się obaw ludności przed zakażeniem oraz większa adaptacja zachowań podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w warunkach wygasającej pandemii. Na szybszą poprawę sytuacji epidemicznej wpłynęłyby skuteczność oraz przyspieszenie tempa szczepień. Scenariusz ten zrealizować się może poprzez zwiększenie podaży szczepionek, wynikające z pojawienia się nowych dostawców, ulepszenia infrastruktury do transportu preparatów oraz wypracowania nowej technologii szybkiego tworzenia i modyfikacji szczepionek. Jednocześnie wzrosnąć może chęć zaszczepienia się ze strony społeczeństwa w odpowiedzi na optymistyczne doniesienia o skuteczności programów szczepień w innych krajach. 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).

W przypadku takiego optymistycznego przebiegu wydarzeń zasady dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej szybciej powróciłyby do stanu zbliżonego do tego sprzed pandemii, a nastroje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw uległyby poprawie. Konsumenci mogliby realizować odłożony popyt zwiększonymi dochodami z pracy oraz środkami zgromadzonymi w okresie zaostrzonych restrykcji i wysokich obaw o zakażenie wirusem. Wynikający z poprawy koniunktury szybszy wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw

domowych, przy utrzymaniu założenia o niskim poziomie stóp procentowych, sprzyjałby również zwiększaniu wydatków mieszkaniowych. Pozytywnie na aktywność gospodarczą oddziaływałoby również ograniczenie absencji pracowników oraz obniżenie kosztów działalności przedsiębiorstw związane ze złagodzeniem reżimu sanitarnego.

Globalnej odbudowie aktywności – oprócz szybszego od oczekiwań opanowania pandemii – mogłoby sprzyjać także zwiększenie wsparcia ze strony polityki gospodarczej, na przykład uruchomienie kolejnego pakietu fiskalnego w Stanach Zjednoczonych postulowanego przez prezydenta Joe Bidena. Źródłem szybszego niż w scenariuszu bazowym wzrostu aktywności gospodarczej na świecie mogłoby być również trwalsze przyspieszenie dynamiki produktywności dzięki uruchomionym w wyniku pandemii inwestycjom w cyfryzację i automatyzację oraz zmianom w organizacji pracy. Dodatkowo można będzie oczekiwać wyższej ścieżki wzrostu PKB u głównych partnerów handlowych Polski jeżeli negatywne skutki *brexitu* okazałyby się łagodniejsze, a pro wzrostowe oddziaływanie środków z instrumentu *Next Generation EU* – silniejsze niż założono.

Realizacji optymistycznego scenariusza może sprzyjać silniejszy od oczekiwań wpływ działań fiskalnych i monetarnych na sytuację podmiotów gospodarczych, umożliwiając relatywnie szybki wzrost aktywności ekonomicznej oraz odbudowę potencjału wytwórczego.

Ceny surowców energetycznych i rolnych

Istotnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji – poza niepewnością związaną z przyszłym przebiegiem pandemii i jej wpływem na krajową gospodarkę – pozostają zmiany cen surowców energetycznych i rolnych zarówno na globalnych, jak i lokalnych rynkach. Ceny ropy naftowej i innych surowców

energetycznych na rynkach światowych mogą podlegać istotnym wahaniom nie tylko z powodu zmian popytu, ale również pod wpływem działań podejmowanych przez głównych producentów w reakcji na ich sytuację budżetową bądź kondycję krajowych sektorów wydobywczych, w tym sytuację finansową prywatnych spółek. Ryzyko wyraźnego odchylenia warunków pogodowych względem wieloletniej średniej w Polsce i w krajach będących istotnymi producentami żywności oraz rozprzestrzenianie się choroby ASF w Unii Europejskiej stanowi z kolei dodatkowe istotne źródło niepewności dla kształtowania się cen żywności w horyzoncie projekcji.

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	2,5	3,4	3,4	3,2	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,1	2,8	3,2
Wskaźnik cen inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	3,4	3,8	4,2	4,1	3,5	2,9	2,4	2,2	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5	3,9	2,7	2,6	3,3
Ceny żywności (% r/r)	7,7	6,4	3,2	1,7	0,6	0,4	2,0	3,1	3,1	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	4,7	1,5	2,9	2,6
Ceny energii (% r/r)	3,6	-4,2	-1,6	-0,1	2,2	10,2	9,2	7,6	4,3	3,8	2,9	2,7	3,0	3,4	3,7	4,0	-0,6	7,2	3,4	3,5
PKB (% r/r)	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-1,5	9,6	3,3	5,4	5,1	5,5	5,4	5,6	5,6	5,6	5,5	5,1	-2,8	4,1	5,4	5,4
Popyt krajowy (% r/r)	1,0	-9,9	-3,2	-2,7	-2,3	10,5	4,2	6,1	7,3	7,1	7,2	7,0	6,7	6,8	6,5	5,8	-3,7	4,4	7,2	6,5
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	-1,7	13,3	1,3	7,7	6,6	7,0	6,1	5,5	5,8	5,7	5,8	5,8	-3,0	4,9	6,3	5,8
Spożycie publiczne (% r/r)	2,6	3,4	3,4	4,2	3,0	1,6	5,1	4,1	3,9	4,0	3,4	3,7	4,8	5,4	5,0	4,5	3,4	3,4	3,7	4,9
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	0,9	-10,7	-9,0	-10,6	-4,8	4,7	4,8	2,0	4,8	7,4	8,7	9,9	10,1	10,9	10,6	8,0	-8,4	1,5	7,7	9,9
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,9	1,1	1,7	-0,3	0,8	-0,5	-0,8	-0,5	-2,0	-1,4	-1,7	-1,2	-0,9	-1,2	-1,0	-0,7	0,8	-0,2	-1,6	-0,9
Eksport (% r/r)	2,0	-14,5	2,0	2,6	3,8	23,8	4,8	6,1	7,2	10,9	10,6	9,0	8,2	6,9	6,7	6,3	-2,0	9,0	9,4	7,0
Import (% r/r)	0,4	-18,0	-1,0	3,6	2,5	26,6	6,7	7,3	11,2	14,0	14,1	11,5	10,0	9,1	8,4	7,5	-3,7	10,0	12,7	8,7
Wynagrodzenia (% r/r)	7,7	3,8	4,8	5,0	4,4	7,5	6,6	6,4	6,5	6,9	7,0	7,0	7,3	7,4	7,6	7,6	5,3	6,2	6,9	7,5
Pracujący (% r/r)	0,9	-1,3	-0,6	-0,7	-1,1	-0,2	-0,3	0,1	0,3	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,4	-0,4	0,4	0,1
Stopa bezrobocia (%)	3,2	2,8	3,2	3,5	3,8	3,9	3,8	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,2	3,8	3,5	3,3
NAWRU (%)	3,7	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,2	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9	3,9	4,2	4,4	4,2	4,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,3	55,5	55,9	56,0	56,2	56,2	56,2	56,2	56,3	56,3	56,3	56,3	56,3	56,2	56,2	56,2	55,9	56,2	56,3	56,2
Wydajność pracy (% r/r)	0,9	-7,2	-0,8	-2,1	-0,3	9,8	3,6	5,4	4,8	4,9	4,9	5,3	5,5	5,4	5,4	5,0	-2,3	4,5	5,0	5,3
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	6,7	11,8	5,6	7,2	4,7	-2,1	2,9	1,1	1,7	2,0	2,0	1,7	1,8	1,9	2,1	2,5	7,8	1,6	1,8	2,1
Produkt potencjalny (% r/r)	3,9	0,9	1,3	0,7	0,9	3,9	3,4	4,1	3,9	3,8	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	1,7	3,1	3,7	3,7
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	0,7	-6,8	-1,0	-2,2	-1,7	-1,7	-1,2	-1,0	-0,5	0,0	0,4	1,0	1,4	1,8	2,1	2,2	-2,3	-1,4	0,2	1,9
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,96	0,89	0,86	0,87	0,90	0,92	0,91	0,89	0,90	0,92	0,92	0,90	0,91	0,93	0,92	0,90	0,90	0,90	0,91	0,92
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,53	0,36	0,42	0,53	0,66	0,63	0,61	0,62	0,63	0,59	0,58	0,60	0,60	0,57	0,57	0,59	0,46	0,63	0,60	0,58
Inflacja za granicą (% r/r)	2,1	2,8	2,0	1,8	1,4	0,6	1,2	1,0	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	2,2	1,0	1,1	1,5
PKB za granicą (% r/r)	-2,6	-14,4	-4,6	-4,9	-2,5	12,6	2,4	3,9	5,5	4,6	3,6	2,7	2,3	1,9	1,7	1,6	-6,6	3,8	4,1	1,9
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	3,3	4,5	5,1	6,1	6,3	5,8	5,6	4,6	4,0	3,4	2,9	2,5	2,2	1,9	1,6	1,4	6,1	4,6	2,5	1,4
WIBOR 3M (%)	1,62	0,58	0,24	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,66	0,22	0,22	0,22

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

Dla większości zmiennych wartości do IV kw. 2020 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. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego 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 wrzesień 2020 – styczeń 2021 r.

■ Data: 15 września 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę celu inflacyjnego NBP z 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości +/- 1 p.p. na 2% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości +/- 1 p.p.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: K. Zubelewicz

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

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 15 września 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o poszerzenie symetrycznego przedziału odchyień wokół celu inflacyjnego 2,5% z +/- 1 p.p. do +/- 2 p.p.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. M. Łon

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

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 15 września 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 12/2020 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2021.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

C. Kochalski

E. M. Łon

R. Sura

J. Żyżyński

Przeciw: K. Zubelewicz

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 6 listopada 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 13/2020 w sprawie zasad rachunkowości Narodowego Banku Polskiego, wzoru bilansu, rachunku zysków i strat oraz zawartości informacji dodatkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

C. Kochalski

R. Sura

J. Żyżyński

Przeciw: J. J. Kropiwnicki

K. Zubelewicz

E. Gatnar, Ł. J. Hardt i E. M. Łon byli nieobecni.

■ Data: 2 grudnia 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 14/2020 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2021.

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
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

Przeciw:

www.nbp.pl

