

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 maja 2020 r.

Dyskutując na temat bieżącej sytuacji gospodarczej członkowie Rady zwracali uwagę, że napływające dane potwierdzają silny spadek aktywności gospodarczej na świecie w następstwie pandemii COVID-19. Zaznaczano, że w wielu gospodarkach wzrost gospodarczy spowalniał już w IV kw. 2019 r., jednak szok związany z pandemią wyraźnie nasilił proces dekoniunktury. W gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski znalazło to odzwierciedlenie w obniżeniu się PKB w I kw. oraz bardzo silnym spadku produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w kwietniu. Towarzyszyło temu znaczące osłabienie nastrojów konsumentów i firm. Pogorszyła się także sytuacja na rynku pracy, choć skala wzrostu bezrobocia była zróżnicowana między gospodarkami i zależna od podjętych działań antykryzysowych. Podkreślano, że chociaż w maju – wraz z stopniowym znoszeniem restrykcji w gospodarkach europejskich – nastroje firm poprawiły się, to wskaźniki koniunktury pozostawały na poziomach wskazujących na prawdopodobne utrzymywanie się osłabionej aktywności także w kolejnych miesiącach.

Zwracano uwagę na znaczną niepewność dotyczącą perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej. Według aktualnych prognoz poziom światowego PKB w bieżącym roku istotnie się obniży, a w 2021 r. nastąpi odbicie aktywności, choć tempo ożywienia będzie prawdopodobnie wolniejsze niż wcześniej oczekiwano. Wskazywano, że czynnikami ryzyka dla szybkiego powrotu gospodarki globalnej do poziomu aktywności sprzed pandemii może być ponowny przyrost zachorowań na COVID-19, zaostrzenie problemów geopolitycznych, a przede wszystkim ewentualny długotrwały wpływ pandemii na decyzje ekonomiczne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Członkowie Rady zaznaczali, że niepewność dotycząca perspektyw globalnego wzrostu przyczynia się do podwyższonej zmienności cen na rynkach finansowych. Natomiast osłabienie bieżącego i prognozowanego popytu oddziałuje w kierunku obniżenia cen wielu surowców. Niższe niż na początku roku są ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej. Niektórzy członkowie Rady ocenili, że ceny tego surowca pozostaną na niższym niż w poprzednich latach poziomie także w 2021 r. Wskazywano, że w ostatnich miesiącach obniżyły się także ceny części surowców żywnościowych. Wraz z obniżeniem aktywności gospodarczej przyczyniło się to do spadku inflacji w wielu krajach, w tym u głównych partnerów handlowych Polski. Większość członków Rady oceniała, że w obecnych uwarunkowaniach istnieje znaczące ryzyko wystąpienia deflacji lub trwale obniżonej inflacji w gospodarce światowej, która – wobec znaczącego przyrostu zadłużenia publicznego spowodowanego stymulacją fiskalną – miałaby negatywny wpływ na perspektywy globalnego wzrostu oraz stabilność makroekonomiczną. Inni członkowie Rady wskazywali, że wyjściu z kryzysu pandemicznego będzie towarzyszyła inflacja.

Zwracano uwagę, że w celu ograniczenia negatywnych skutków pandemii w wielu gospodarkach wprowadzono stymulację fiskalną o bardzo dużej skali. Wskazywano, że

realizowane programy fiskalne mają na celu złagodzenie wpływu COVID-19 na sytuację finansową przedsiębiorstw, wielkość zatrudnienia i dochody gospodarstw domowych.

Stymulacji fiskalnej w wielu gospodarkach towarzyszy silne poluzowanie warunków monetarnych. Wiele banków centralnych wyraźnie obniżyło stopy procentowe. Zaznaczano jednak, że wpływ tych obniżek na gospodarkę jest w części krajów ograniczany przez wyraźny spadek dynamiki cen, oddziałujący w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych. Wskazywano, że wiele banków centralnych wprowadziło lub rozszerzyło programy skupu aktywów finansowych oraz podjęło inne działania zwiększające płynność w sektorze bankowym. Zaznaczano, że działania głównych banków centralnych z krajów rozwiniętych wraz z podejmowaną stymulacją fiskalną w tych gospodarkach wpływają pozytywnie na nastroje na rynkach finansowych, przez co oddziałują w kierunku umocnienia walut rynków wschodzących.

W Polsce koniunktura w pierwszych miesiącach roku była relatywnie dobra, chociaż roczna dynamika PKB za I kw. obniżyła się. Jednocześnie dane dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za kwiecień potwierdziły silny spadek aktywności gospodarczej związany z pandemią COVID-19. Negatywny wpływ pandemii znalazł także odzwierciedlenie w pogorszeniu sytuacji na rynku pracy, na które wskazuje spadek zatrudnienia i obniżenie się wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Wskazywano jednocześnie, że spadek zatrudnienia był ograniczany przez podjęte działania państwa mające na celu zmniejszenie wpływu pandemii na rynek pracy. Jednocześnie podkreślano, że nastąpiło dalsze osłabienie nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Oceniano, że rozpoczęte w maju stopniowe znoszenie restrykcji związanych z pandemią przyczyni się do ożywienia aktywności gospodarczej. Podkreślano jednak, że poziom aktywności pozostanie w najbliższych kwartałach niższy niż przed pandemią ze względu na spadek dochodów części gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz większą niepewność dotyczącą ich przyszłej sytuacji finansowej.

Zaznaczano, że negatywny wpływ pandemii na wzrost gospodarczy jest łagodzony przez działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Podkreślano, że podjęte dotychczas przez NBP działania przekładają się na niższe koszty funkcjonowania zadłużonych przedsiębiorstw, wspierając tym samym ich wyniki finansowe i – w efekcie – ograniczając skalę spadku zatrudnienia. W ten sposób, a także poprzez obniżenie obciążeń kredytowych, działania NBP przyczyniają się do poprawy sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Wskazywano przy tym, że choć działania po stronie polityki gospodarczej ograniczają negatywne efekty ekonomiczne pandemii, to nie umożliwiają ich całkowitej neutralizacji.

Większość członków Rady zaznaczała, że obniżenie się PKB w bieżącym roku znajdzie odzwierciedlenie w spadku łącznych dochodów w gospodarce. Zaznaczano, że obniżając stopy procentowe NBP ogranicza wpływ tego spadku na sytuację finansową zadłużonych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że obniżka stóp procentowych – wobec ograniczonej ich zdaniem możliwości dalszego obniżania oprocentowania depozytów – przyczyni się do spadku marż odsetkowych banków, co może przełożyć się na pogorszenie ich wyników finansowych. Podkreślali oni

także, że niższe stopy procentowe przełożą się na mniejsze dochody gospodarstw domowych z lokat bankowych. Członkowie ci zaznaczali ponadto, że dotychczasowej obniżce stóp NBP towarzyszyło zaostrenie polityki kredytowej banków. Większość członków Rady zaznaczała jednak, że doświadczenia EBC sugerują, że obniżki stóp procentowych mają neutralny wpływ na wyniki sektora bankowego. Ponadto, poprzez pozytywny wpływ niższych stóp procentowych na aktywność gospodarczą, zatrudnienie i dochody, a ostatecznie na zdolność kredytobiorców do regulowania zobowiązań, obniżka stóp będzie zmniejszała skalę strat kredytowych, co będzie wspierało stabilność sektora bankowego. Jednocześnie członkowie ci zaznaczali, że zmiana oprocentowania depozytów terminowych będzie miała odczuwalny wpływ na dochody z lokat tylko w przypadku depozytów wysokokwotowych, a więc będzie wpływała na sytuację finansową wąskiej grupy deponentów.

Członkowie Rady podkreślali, że w kwietniu roczna dynamika CPI wyraźnie się obniżyła, a w ujęciu miesięcznym nastąpił spadek ogólnego poziomu cen. Towarzyszyło temu pogłębienie deflacji cen produkcji sprzedanej przemysłu. Większość członków Rady była przy tym zdania, że wobec oczekiwanego utrzymywania się aktywności gospodarczej na świecie i w Polsce na obniżonym poziomie i niższych cen surowców na rynku światowym, inflacja w kolejnych miesiącach będzie się dalej obniżać. Biorąc to pod uwagę większość członków Rady wyrażała opinię, że – mimo poluzowania polityki pieniężnej NBP w ostatnim okresie – utrzymuje się ryzyko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kolejnych kwartałach dynamika cen może wzrosnąć, do czego może się – ich zdaniem – przyczynić ożywienie konsumpcji po pandemii, wyższe ceny żywności wynikające z możliwej suszy rolniczej oraz wzrost cen półproduktów związany z procesem deglobalizacji.

Większość członków Rady oceniła, że biorąc pod uwagę znaczną skalę dekonunktury oraz perspektywy niższej niż przed pandemią aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach i – w efekcie – utrzymanie się ryzyka spadku inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie, na obecnym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać ponownie obniżone. Członkowie ci wskazywali, że taka decyzja przyczyni się bezpośrednio do dalszego obniżenia rat kredytów zaciągniętych w oparciu o zmienną stopę procentową przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Niższe koszty obsługi kredytów będą łagodziły negatywny wpływ pandemii na sytuację finansową tych podmiotów. W efekcie, obniżka stóp przyczyni się także do ograniczenia skali niewypłacalności firm oraz mniejszego wzrostu bezrobocia, a także związanych z tym wtórnych efektów pandemii. Tym samym, obniżka stóp poprawi średniookresowe perspektywy krajowej koniunktury i – poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców – wzmocni stabilność systemu finansowego. Złagodzeniu negatywnego wpływu pandemii na aktywność gospodarczą będzie także sprzyjało obniżenie – w następstwie spadku stóp procentowych – rentowności obligacji skarbowych i kosztów obsługi długu publicznego, zwiększające przestrzeń dla niezbędnej stymulacji fiskalnej. Ponadto, obniżka stóp ograniczy ryzyko dalszej aprecjacji złotego wobec głównych walut, która w sposób procykliczny wzmocniłaby negatywny

wpływ silnego spadku popytu zagranicznego na dochody eksporterów, a przez to oddziaływałyby negatywnie na aktywność i zatrudnienie w polskiej gospodarce. W konsekwencji, a także wobec oczekiwanej niskiej aktywności oraz dynamiki cen za granicą, dalsza aprecjacja złotego zwiększałaby ryzyko deflacji, co przy wyższym niż przed pandemią poziomie bezrobocia byłoby niekorzystne dla stabilności makroekonomicznej. Większość członków Rady zwracała uwagę, że obniżka stóp procentowych, wspierając wszystkimi wskazanymi kanałami wzrost aktywności gospodarczej, będzie ograniczała ryzyko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że na obecnym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmienionym poziomie. Członkowie ci wyrazili opinię, że za taką decyzją przemawia możliwy wzrost dynamiki cen w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali ponadto, że wobec podwyższonej niepewności dotyczącej perspektyw koniunktury dalsza obniżka stóp procentowych nie przyczyni się do pobudzenia akcji kredytowej w gospodarce. Jednocześnie takie poluzowanie polityki pieniężnej będzie oddziaływało w kierunku wzrostu cen konsumenta i wzrostu cen aktywów, obniżenia oprocentowania depozytów i wzrostu opłat pobieranych przez banki.

Członkowie Rady podkreślali, że 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. Terminy oraz skala prowadzonych operacji będą uzależnione od warunków rynkowych.

NBP będzie także oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Większość członków Rady wskazywała, że wszystkie podejmowane przez NBP działania łagodzą negatywne skutki pandemii, ograniczając skalę spadku aktywności gospodarczej oraz wspierając dochody gospodarstw domowych i firm. W efekcie, polityka pieniężna NBP przyczynia się do ograniczenia spadku zatrudnienia oraz pogorszenia sytuacji finansowej firm, oddziałując w kierunku szybszego ożywienia gospodarczego po zakończeniu pandemii. Działania NBP ograniczają ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie oraz – poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców – oddziałują w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,40 punktu procentowego, tj. do poziomu 0,10%, oraz ustalenie pozostałych stóp procentowych na następujących poziomach: stopy lombardowej na poziomie 0,50%, stopy depozytowej na poziomie 0,00%, stopy redyskontowej weksli na poziomie 0,11% i stopy dyskontowej weksli na poziomie 0,12%. Wniosek został przyjęty.

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

Data publikacji: 18 czerwca 2020 r.