

## 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 zaostrzenia 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 niezmienionym 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%.

Data publikacji: 10 listopada 2020 r.