

## 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 perspektyw 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%.

Data publikacji: 5 lutego 2021 r.