

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 16 czerwca 2020 r.

Dyskutując na temat bieżącej sytuacji gospodarczej członkowie Rady zwracali uwagę, że pandemia COVID-19 przyczyniła się do spadku aktywności gospodarczej na świecie, w tym recesji w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski. W szczególności dane za kwiecień pokazały bardzo silny spadek aktywności na świecie. Podkreślano, że towarzyszyło temu pogorszenie się sytuacji na rynku pracy oraz wyraźne osłabienie nastrojów konsumentów i firm. Członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że w ostatnim czasie, wraz z łagodzeniem w wielu krajach restrykcji wprowadzonych w celu opanowania pandemii, następuje stopniowa poprawa nastrojów.

Odnosząc się do perspektyw światowej gospodarki zaznaczano, że według aktualnych prognoz w II połowie br. nastąpi poprawa globalnej koniunktury, choć poziom aktywności będzie niższy niż przed pandemią. W tym kontekście zwracano uwagę z jednej strony na rewizję w dół prognoz EBC dotyczących PKB strefy euro na 2020 r. i kolejne lata, a z drugiej strony na inicjatywę utworzenia unijnego funduszu naprawczego, który miałby pomóc w ożywieniu aktywności w UE. Wskazywano, że proponowana wielkość funduszu jest znacząca, ale występuje spora niepewność dotycząca tego, jak szybko uda się go uruchomić.

Podkreślano, że nadal głównymi 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 dotyczące konsumpcji i inwestycji. Te wszystkie elementy składają się na znaczną niepewność co do tempa i trwałości poprawy koniunktury na świecie w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady zaznaczali, że w obliczu załamania koniunktury w marcu i kwietniu, w wielu krajach podjęto bezprecedensowe działania fiskalne mające na celu zmniejszenie skali spadku dochodów gospodarstw domowych i firm, a także stymulację koniunktury. Zwracano także uwagę, że stymulacji fiskalnej w większości krajów towarzyszy luzowanie polityki pieniężnej, w tym poprzez obniżenie stóp procentowych oraz skup aktywów. Część członków Rady wskazywała, że niektóre banki centralne, w tym EBC którego główna stopa procentowa od wielu lat jest ujemna, wciąż sygnalizują gotowość do obniżek stóp procentowych. Zwracano uwagę, że dalsze poluzowanie polityki pieniężnej EBC w ostatnim okresie nastąpiło jednak poprzez wydłużenie i zwiększenie skali zakupu aktywów. Również Bank Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych rozszerzył skup aktywów i zapowiedział, że zobowiązuje się wykorzystać wszystkie narzędzia, żeby wesprzeć amerykańską gospodarkę. Zaznaczono, 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 także w kierunku umocnienia walut rynków wschodzących.

Członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie wyhamował spadek cen części surowców, choć nadal są one wyraźnie niższe niż na początku roku. Dotyczyło to w

szczegółności cen ropy naftowej, które – mimo wzrostu w ostatnich tygodniach – pozostawały istotnie niższe niż przed wybuchem pandemii. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w ostatnim okresie na notowania ropy naftowej wpływ miały zarówno czynniki fundamentalne związane z obniżeniem się aktywności gospodarczej oraz oczekiwanym jej jedynie stopniowym ożywieniem w kolejnych kwartałach, jak i polityka krajów OPEC+. Członkowie Rady zaznaczali, że kwotowania cen najważniejszych surowców przyczyniają się do spadku inflacji, w tym u głównych partnerów handlowych Polski. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że silny spadek dynamiki cen odnotowany w wielu krajach na świecie oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych mimo luzowania polityki pieniężnej w tych gospodarkach.

W Polsce dane o koniunkturze w kwietniu wskazywały na silny spadek aktywności gospodarczej, obniżenie wynagrodzeń i zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz słabe nastroje konsumentów i przedsiębiorstw. Zaznaczano przy tym, że negatywne efekty pandemii dla zatrudnienia były relatywnie małe, bo jednocześnie podjęto silne działania osłonowe, których celem jest ochrona miejsc pracy oraz wsparcie dochodów pracowników oraz zatrudniających ich firm. Zwracano uwagę, że wciąż główne dostosowania na rynku pracy następowały poprzez zmniejszenie wymiaru etatów, odejścia pracowników na emerytury i częstsze korzystanie przez zatrudnionych z zasiłków opiekuńczych i chorobowych. Rada podkreślała jednocześnie, że w ostatnich tygodniach kontynuowano rozpoczęte w maju stopniowe znoszenie restrykcji związanych z pandemią, co przełożyło się na pewną poprawę nastrojów, a w kolejnych tygodniach przyczyni się do ożywienia aktywności gospodarczej.

Członkowie Rady oczekiwali, że ożywieniu aktywności gospodarczej – oprócz prawdopodobnego dalszego znoszenia restrykcji związanych z pandemią – będą sprzyjać działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP, które ogranicza skalę spadku zatrudnienia, wspierając dochody gospodarstw domowych oraz sytuację finansową firm. W kontekście oczekiwanej poprawy koniunktury część członków Rady wskazywała na ważną rolę inwestycji infrastrukturalnych państwa. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że Polska ma szansę dość szybko wyjść z recesji. Jednocześnie podkreślano, że skala oczekiwanego ożywienia aktywności może być hamowana przez niepewność dotyczącą skutków pandemii, niższe dochody oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych. Większość członków Rady podkreślała, że tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. W tym kontekście wskazywano, że polityka pieniężna NBP powinna ograniczać ryzyko aprecjacji złotego wobec głównych walut, która w sposób procykliczny wzmacniałaby negatywny wpływ silnego spadku popytu zagranicznego na dochody eksporterów, a przez to oddziaływałaby negatywnie na aktywność i zatrudnienie w polskiej gospodarce. W konsekwencji, a także wobec oczekiwanej niskiej aktywności oraz dynamiki cen za granicą, aprecjacja złotego zwiększałaby ryzyko deflacji, co przy wyższym niż przed pandemią poziomie bezrobocia byłoby niekorzystne dla stabilności makroekonomicznej.

Członkowie Rady podkreślali, że roczny wskaźnik inflacji CPI obniżył się w maju do 2,9%, a więc w ciągu trzech miesięcy spadł o 1,8 punktu procentowego. Część członków Rady zaznaczała, że mimo silnego spadku łącznych wydatków na usługi relatywnie wysoka pozostaje roczna dynamika ich cen. Wskazuje to na pewne odreagowanie popytu po złagodzeniu obostrzeń dotyczących funkcjonowania sektora usług oraz może wynikać ze wzrostu kosztów działania tego sektora w nowym reżimie sanitarnym. Jednocześnie – w opinii tych członków Rady – w warunkach recesji sprzedaż w sektorze usług pozostanie prawdopodobnie ograniczona w najbliższych kwartałach. Zaznaczano, że spadkowi inflacji towarzyszyło pogłębienie deflacji cen produkcji sprzedanej przemysłu. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że większość miar inflacji bazowej utrzymuje się na podwyższonym poziomie, a oczekiwania inflacyjne – choć w ostatnim okresie obniżyły się – wciąż sygnalizują, że konsumenci postrzegają inflację jako podwyższoną.

Większość członków Rady była zdania, że wobec oczekiwanego utrzymywania się aktywności gospodarczej na świecie i w Polsce na obniżonym poziomie oraz niskiej prognozowanej inflacji za granicą oraz relatywnie niskich cen surowców na rynku światowym, inflacja w kolejnych latach będzie niska. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podtrzymali opinię, że dynamika cen może być podbijana przez ożywienie konsumpcji po pandemii, wyższe ceny żywności wynikające z możliwej suszy rolniczej oraz – w dłuższym okresie – wzrost cen półproduktów związany z możliwym procesem deglobalizacji.

Członkowie Rady zaznaczyli, że dotychczasowe działania NBP przyczyniły się do złagodzenia warunków finansowania w Polsce. Podkreślano w szczególności, że obniżki stóp procentowych przełożyły się na zmniejszenie kosztów funkcjonowania zadłużonych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, co stanowi wsparcie dla budżetów tych podmiotów. Wskazywano, że niższe raty kredytowe zwiększają przestrzeń do innych wydatków, co pozytywnie wpływa na popyt, a także ułatwia terminowe regulowanie zobowiązań przez zadłużonych, a ostatecznie oddziałuje w kierunku podwyższenia zatrudnienia w gospodarce. Obniżka stóp przekłada się także na niższe rentowności obligacji skarbowych, co obniża koszty obsługi długu publicznego. Podkreślano również, że efekt ten jest istotnie wzmacniany przez prowadzony skup aktywów. Dzięki zapewnieniu płynności rynku skupowanych aktywów – co jest bezpośrednim skutkiem interwencji NBP na tym rynku – możliwe jest finansowanie działań antykryzysowych, bez nadmiernego wzrostu kosztów tych działań. Co więcej, NBP uruchomił także program kredytu wekslowego, który może być instrumentem pozwalającym na refinansowanie na bardzo korzystnych warunkach kredytów udzielonych przedsiębiorstwom.

Członkowie Rady oceniali, że skutkiem działań NBP będzie niższe bezrobocie, mniej upadłości polskich firm, a ostatecznie mniejsze ryzyko nie tylko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego, ale też deflacji, która byłaby bardzo niekorzystna dla całej gospodarki, w tym dla systemu finansowego. Część członków Rady podkreślała, że wpływ działań NBP na zmniejszenie ryzyka kredytowego i wynikające stąd mniejsze obciążenie banków komercyjnych stratami kredytowymi, są bardzo ważnym czynnikiem, który należy uwzględnić przy ocenie efektów polityki pieniężnej dla gospodarki. Jednocześnie niektórzy

członkowie Rady wskazywali, że obniżka stóp procentowych przyczynia się do spadku marż odsetkowych banków, co może zwiększać ich skłonność do podwyższania pobieranych opłat. Podkreślali oni także, że poprzez zmniejszenie dochodów gospodarstw domowych z lokat bankowych, niższe stopy procentowe będą sprzyjać poszukiwaniu innych, bardziej ryzykownych form lokowania oszczędności. Inni członkowie Rady oceniali, że pewna realokacja oszczędności – zgodna z preferencjami gospodarstw domowych co do akceptowanego ryzyka w relacji do oczekiwanego zysku – może być korzystna dla gospodarki. Odnosząc się do polityki kredytowej banków komercyjnych, członkowie ci podkreślali, że wpływa na nią wiele czynników, ale prowadzona przez NBP polityka pieniężna oddziałuje jednoznacznie w kierunku przeciwdziałania procyklicznemu zacieśnieniu polityki kredytowej banków.

Członkowie Rady byli zdania, że – po istotnym obniżeniu stóp procentowych w poprzednich miesiącach oraz uruchomieniu skupu aktywów – na obecnym posiedzeniu należy utrzymać niezmienny poziom stóp procentowych NBP oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP. Wskazywano, że dokonane poluzowanie polityki pieniężnej NBP łagodzi 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.

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: 16 lipca 2020 r.