

## 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, ograniczająco 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 dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że dodatnio na inflację w 2021 r. będą nadal oddziaływały czynniki regulacyjne, które mają charakter negatywnych szoków podażowych, 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 podwyższać 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 podaź 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 niezmienionym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym 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: 15 stycznia 2021 r.