

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Lipiec 2020 r.

Raport o inflacji



Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4 *Raportu* projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz Ekonomicznych Narodowego Banku Polskiego (NBP). Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji i PKB stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 2 lipca 2020 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	12
1.3 Światowe rynki surowców	13
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
Ramka 1: Polityka pieniężna na świecie w reakcji na pandemię COVID-19	16
1.5 Światowe rynki finansowe	19
2. Gospodarka krajowa	23
2.1 Ceny dóbr i usług	23
2.2 Popyt i produkcja	25
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	33
2.4 Rynek pracy	34
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	36
Ramka 2: Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w reakcji na pandemię COVID-19	39
2.6 Pieniądz i kredyt	41
2.7 Bilans płatniczy	43
3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2020 r.	45
4. Projekcja inflacji i PKB	65
4.1 Synteza	66
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	68
4.3 Gospodarka polska w latach 2020-2022	71
4.4 Źródła niepewności projekcji	81
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – kwiecień 2020 r.	85

Synteza

Od publikacji poprzedniego *Raportu* w wielu państwach w wyniku pandemii COVID-19 wprowadzono restrykcje mające na celu ustabilizowanie sytuacji epidemicznej. W połączeniu z silnym wzrostem niepewności oraz obaw firm i gospodarstw domowych dotyczących bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej, przyczyniło się to do załamania aktywności gospodarczej na świecie na przełomie I i II kw. br. Wobec poprawy sytuacji epidemicznej w części gospodarek oraz postępującego luzowania restrykcji, od maja br. pojawiają się sygnały stopniowej odbudowy aktywności gospodarczej na świecie. Wspierają ją działania fiskalne podjęte w wielu państwach w celu łagodzenia skutków pandemii oraz pobudzenia koniunktury gospodarczej, a także silne poluzowanie polityki pieniężnej w reakcji na zagrożenia gospodarcze związane z pandemią. Aktywność gospodarcza na świecie pozostaje jednak wyraźnie niższa niż przed rokiem oraz utrzymuje się niepewność dotycząca tempa i trwałości poprawy koniunktury.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* inflacja w gospodarce światowej wyraźnie się obniżyła. Wpłynął na to przede wszystkim silny spadek dynamiki cen energii następujący wraz ze spadkiem cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Obniżyły się także wskaźniki inflacji bazowej, jakkolwiek spadek ten był jak dotąd w wielu gospodarkach umiarkowany. Z kolei dynamika cen żywności w wielu gospodarkach wzrosła.

W reakcji na rozprzestrzenianie się pandemii COVID-19 wiele banków centralnych – zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących – w bezprecedensowy sposób poluzowało politykę pieniężną, obniżając stopy procentowe i uruchamiając lub rozszerzając skup aktywów oraz podejmując inne działania.

W marcu i w kwietniu br. nastroje na światowych rynkach finansowych silnie się pogorszyły: wzrosły rentowności obligacji państw wielu gospodarek wschodzących oraz gwałtownie spadły ceny akcji na świecie. Jednak w warunkach znacznego poluzowania polityki pieniężnej przez banki centralne oraz stopniowego przywracania aktywności gospodarczej w wielu gospodarkach, w maju i czerwcu rentowności obligacji wielu gospodarek wschodzących obniżyły się do poziomów niższych niż przed pandemią, a ceny akcji na świecie wzrosły, choć pozostały niższe niż średnio w lutym 2020 r. Od publikacji poprzedniego *Raportu* rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych obniżyła się do historycznie niskich poziomów, a rentowność 10-letnich obligacji Niemiec pozostała wyraźnie ujemna.

W Polsce, dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach istotnie się obniżyła. W czerwcu br. – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 3,3% r/r. Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżyły się również dostępne miary oczekiwań inflacyjnych. Spadek inflacji względem I kw. br. wynikał przede wszystkim z obniżenia się cen paliw do prywatnych środków transportu, a także – choć w mniejszym stopniu – z obniżenia dynamiki cen żywności. Według danych do maja br. spadek inflacji był jednocześnie ograniczany przez wzrost dynamiki cen usług, w tym administrowanych mieszkaniowych.

Na początku br. koniunktura gospodarcza w Polsce pozostawała relatywnie dobra. Jednak od połowy marca br. – ze względu na pandemię COVID-19 oraz jej negatywny wpływ na nastroje podmiotów

gospodarczych, a także podejmowane na świecie i w Polsce działania mające na celu ograniczenie jej rozprzestrzeniania się – nastąpiło silne ograniczenie aktywności gospodarczej. Konsekwencje gospodarcze pandemii w ograniczonym stopniu znalazły odzwierciedlenie w danych o PKB za I kw. br., zgodnie z którymi wzrost gospodarczy w tym okresie spowolnił do 2,0% r/r (z 3,2% r/r w IV kw. 2019 r.), przy czym obniżyła się zarówno dynamika konsumpcji (do 1,2% r/r wobec 3,3% r/r w IV kw. ub. r.), jak i inwestycji (do 0,9% r/r wobec 6,1% r/r w IV kw. ub. r.).

Dostępne dane za II kw. br. wskazują na głęboki spadek aktywności gospodarczej. Największy spadek aktywności gospodarczej odnotowano przy tym w kwietniu br. W maju i czerwcu wraz ze stopniowym znoszeniem restrykcji i pewną poprawą nastrojów, koniunktura się poprawiła, choć w ujęciu rocznym utrzymał się wyraźny spadek aktywności. Szczególnie mocno pogorszyła się koniunktura w branżach usługowych najsilniej dotkniętych restrykcjami – w zakwaterowaniu i gastronomii, rozrywce i transporcie pasażerskim. Jednocześnie napływające dane wskazują na wyraźny spadek konsumpcji w tym okresie, co można wiązać z ograniczeniami wprowadzonymi w związku z pandemią, pogorszeniem sytuacji na rynku pracy oraz obniżeniem dynamiki kredytu konsumpcyjnego. Silnie spadła produkcja przemysłowa oraz wymiana handlowa z zagranicą. W mniejszym stopniu pogorszyła się natomiast koniunktura w budownictwie.

W tych warunkach sytuacja na rynku pracy pogorszyła się, choć skala tego pogorszenia była relatywnie niewielka. W szczególności spadła liczba pracujących, wzrosło bezrobocie oraz obniżyła się dynamika wynagrodzeń. Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w maju br. do 6,1% (wobec 5,1% w marcu br.; dane wyrównane sezonowo), przy czym jej wzrost był ograniczany przez zmniejszanie wymiaru etatów i częstsze korzystanie z zasiłków opiekuńczych i chorobowych. Dane za pierwsze miesiące II kw. br. z sektora przedsiębiorstw wskazują także na obniżenie dynamiki płac nominalnych w tym sektorze; w maju br. wyniosła ona 1,2% r/r (wobec 6,3% r/r w marcu br.).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej poluzowała politykę pieniężną. Stopa referencyjna NBP została obniżona do 0,10% (z 1,50% na początku marca br.) oraz prowadzono skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Uczestnicy rynków finansowych oczekują obecnie, że w najbliższych kwartałach stopy procentowe NBP utrzymane zostaną na obecnym poziomie.

W tych warunkach rentowności polskich obligacji skarbowych wyraźnie spadły. Nastąpiło to pomimo utrzymującej się wysokiej awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych, oddziałującej w kierunku okresowych silnych wzrostów rentowności obligacji niektórych gospodarek wschodzących. Jednocześnie po osłabieniu do głównych walut w marcu br., w kolejnych miesiącach kurs złotego nieco się umocnił. W efekcie skala dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP była ograniczona.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* dynamika agregatu M3 w gospodarce wzrosła. W szczególności nastąpił przejściowo istotny wzrost popytu na gotówkę oraz wzrosła dynamika depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wśród czynników kreacji pieniądza największy udział w dynamice agregatu M3 miał wzrost zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego. Jednocześnie dynamika kredytów dla gospodarstw domowych obniżyła się wraz ze spowolnieniem tempa wzrostu kredytów konsumpcyjnych i stabilizacją dynamiki kredytów mieszkaniowych. Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw również spowolniła.

W I kw. 2020 r. saldo obrotów bieżących wzrosło do 1,3% PKB (wobec 0,5% PKB w IV kw. ub.r.), a łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego zwiększyło się do 3,5% PKB (wobec 2,5% w IV kw. ub.r.). Wstępne dane za kwiecień br. pokazują, że obydwa salda pozostały dodatnie i wyższe niż rok wcześniej. Wskaźniki dotyczące równowagi zewnętrznej w I kw. br. wskazywały na wysoki stopień zrównoważenia polskiej gospodarki: poziom zadłużenia zagranicznego Polski w relacji do PKB pozostawał niższy niż w poprzednich latach, a relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB wyraźnie się poprawiła.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej w okresie marzec – czerwiec 2020 r. wraz z Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w lipcu 2020 r. są umieszczone w rozdziale 3. W rozdziale 5 znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie od lutego do kwietnia 2020 r. Ponadto w niniejszym Raporcie zamieszczono dwie ramki: „Polityka pieniężna na świecie w reakcji na pandemię COVID-19” oraz „Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w reakcji na pandemię COVID-19”.

W rozdziale 4 Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 30 czerwca 2020 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9–3,6% w 2020 r. (wobec 3,1–4,2% w projekcji z marca 2020 r.), 0,3–2,2% w 2021 r. (wobec 1,7–3,6%) oraz 0,6–2,9% w 2022 r. (wobec 1,3–3,4%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -7,2 – -4,2% w 2020 r. (wobec 2,5–3,9% w projekcji z marca 2020 r.), 2,1–6,6% w 2021 r. (wobec 2,1–3,9%) oraz 1,9–6,0% w 2022 r. (wobec 1,8–3,7%).

1. Otoczenie polskiej gospodarki

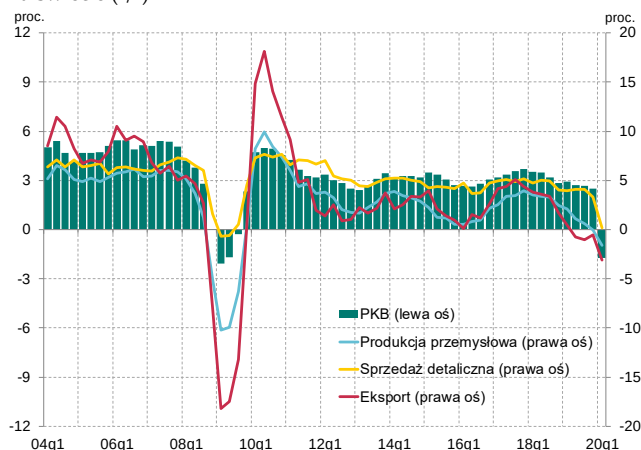
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Od publikacji poprzedniego Raportu w wyniku pandemii COVID-19¹ nastąpiło załamanie aktywności gospodarczej na świecie (Wykres 1.1). W celu ustabilizowania sytuacji epidemicznej w wielu państwach wprowadzono restrykcje, obejmujące ograniczenia w przemieszczaniu i gromadzeniu się ludności, zamknięcie placówek oświatowych oraz czasowe zawieszenie możliwości wykonywania niektórych typów działalności gospodarczej. W połączeniu z silnym wzrostem niepewności oraz obaw firm i gospodarstw domowych dotyczących bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej przyczyniło się to do załamania aktywności gospodarczej na świecie na przełomie I i II kw. br.

Wobec poprawy sytuacji epidemicznej w części gospodarek oraz postępującego luzowania restrykcji, od maja br. pojawiają się sygnały stopniowej odbudowy aktywności gospodarczej na świecie. Wspierają ją działania fiskalne podjęte w wielu państwach w celu łagodzenia skutków pandemii oraz pobudzenia koniunktury gospodarczej, a także silne poluzowanie polityki pieniężnej w reakcji na zagrożenia gospodarcze związane z pandemią. Aktywność gospodarcza na świecie pozostaje jednak wyraźnie niższa niż przed rokiem oraz utrzymuje się niepewność dotycząca tempa i trwałości poprawy koniunktury.

W strefie euro, gdzie większość restrykcji epidemicznych została wprowadzona w marcu

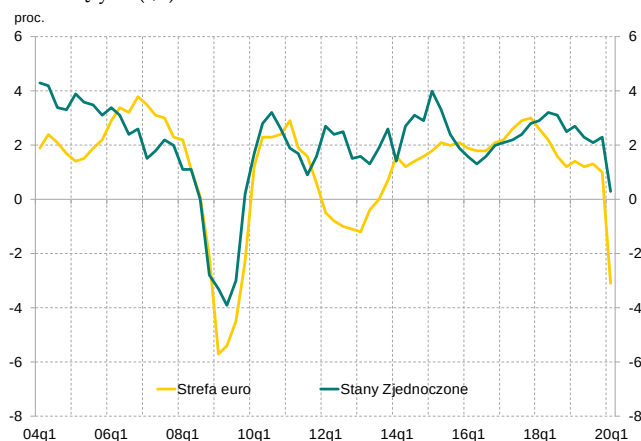
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, Centraal Planbureau, Eurostat i MFW, obliczenia NBP.

PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2017 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według danych Centraal Planbureau.

Wykres 1.2 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

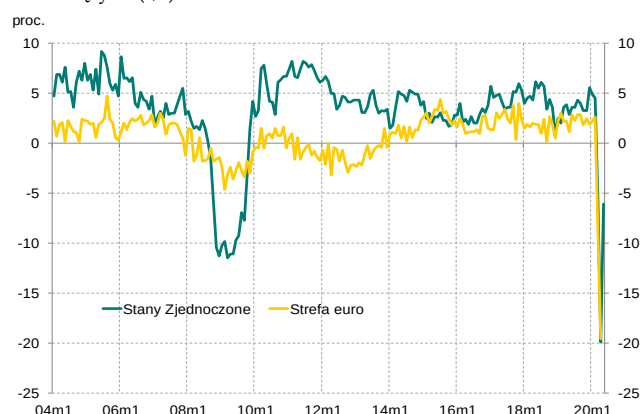
¹ 11 marca br. Światowa Organizacja Zdrowia ogłosiła stan pandemii COVID-19.

br., PKB obniżył się w I kw. o 3,1% r/r² po wzroście o 1,0% w IV kw. ub.r. (Wykres 1.2). Spadek aktywności gospodarczej pogłębił się w kwietniu br.: sprzedaż detaliczna była w tym miesiącu o 19,6% (Wykres 1.3), a produkcja przemysłowa o 28,0% niższa niż przed rokiem (Wykres 1.4). Towarzyszył temu wzrost bezrobocia. Jego skala była jednak relatywnie niewielka biorąc pod uwagę skalę załamania aktywności, do czego przyczyniły się programy wsparcia zatrudnienia wprowadzane przez poszczególne państwa. Wskaźniki koniunktury pokazują, że od maja br. aktywność w strefie euro odbudowuje się w ślad za stopniowym łagodzeniem restrykcji epidemicznych, jednak pozostaje wyraźnie niższa niż przed rokiem.

W Niemczech PKB w I kw. obniżył się w mniejszej skali niż przeciętnie w strefie euro (o 2,3% r/r po wzroście o 0,4% r/r w IV kw. ub.r.). W kwietniu br. aktywność w gospodarce niemieckiej nadal spadała³, natomiast od maja – wraz z luzowaniem części restrykcji – wskaźniki koniunktury, w tym nastrojów firm i gospodarstw domowych, poprawiają się. W maju br. sprzedaż detaliczna wzrosła o 7,2% r/r, jednak wiele wskaźników koniunktury pozostaje poniżej poziomów notowanych przed pandemią, a przywracanie aktywności w części sektorów, w tym w ważnym dla niemieckiej gospodarki sektorze motoryzacyjnym, postępuje powoli⁴.

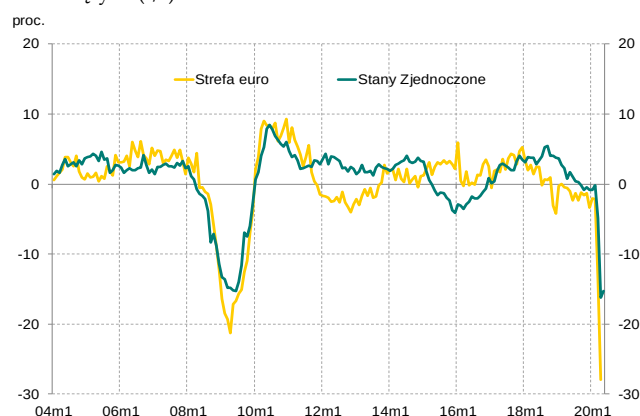
Pandemia COVID-19 w marcu br. miała silny negatywny wpływ także na aktywność gospodarczą w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, skutkując zahamowaniem wzrostu PKB w I kw. br. (Wykres 1.5). W kwietniu br. załamanie aktywności w krajach Europy Środkowo-Wschodniej pogłębiło się, w tym

Wykres 1.3 Sprzedaż detaliczna w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



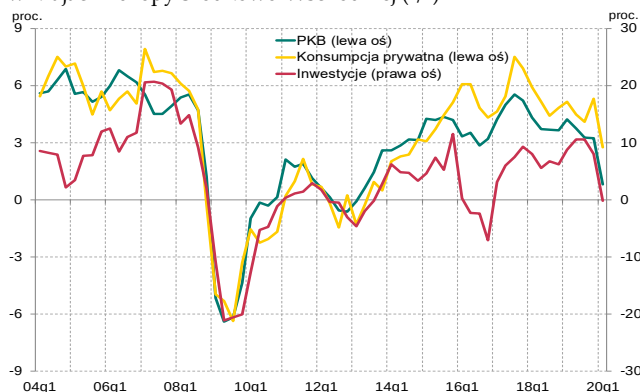
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.4 Produkcja przemysłowa w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.5 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Roczna dynamika łącznej wartości PKB, konsumpcji prywatnej i nakładów brutto na środki trwałe krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski): Bułgarii, Czech, Chorwacji, Węgier oraz Rumunii, ważona PKB.

² PKB obniżył się w większości gospodarek strefy euro. Najsilniejsze spadki PKB nastąpiły we Francji, Hiszpanii i Włoszech, w których w związku z trudną sytuacją epidemiczną wprowadzone ograniczenia były najbardziej restrykcyjne.

³ Produkcja przetwórcza w Niemczech spadła w kwietniu br. o 31,2% r/r (w tym produkcja samochodów, na której odcisnęły się przestoje produkcyjne wdrożone w czasie pandemii przez koncerny motoryzacyjne, o 74,4% r/r), sprzedaż detaliczna o 6,1% r/r. Niewielki wzrost (o 0,9% r/r) zanotowała produkcja budowlana.

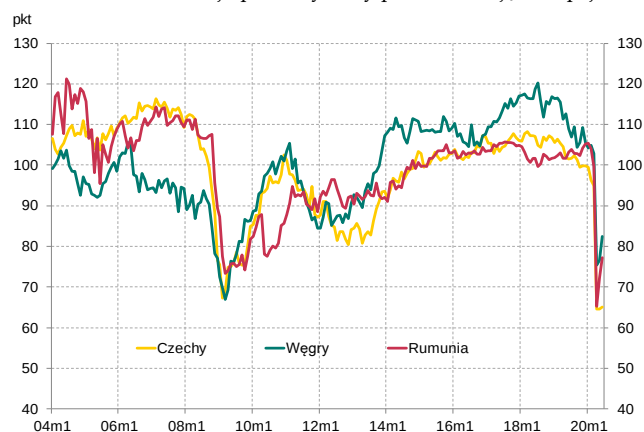
⁴ Według szacunków stowarzyszenia producentów z sektora motoryzacyjnego (Verband der Automobilindustrie) dynamika produkcji samochodów pozostała w maju br. silnie ujemna, wynosząc -66% r/r.

zanotowano dwucyfrowe spadki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a w niektórych krajach także wyraźny wzrost bezrobocia. Znoszenie restrykcji epidemicznych rozpoczęło się w maju, czemu towarzyszyła poprawa wskaźników nastrojów firm i konsumentów, które jednak utrzymują się na niskim poziomie (Wykres 1.6).

W marcu br. aktywność zaczęła szybko spadać także w Stanach Zjednoczonych. Przy solidnym wzroście aktywności w pierwszych miesiącach br., roczna dynamika PKB w całym I kw. pozostała dodatnia (wzrost o 0,3% r/r wobec 2,3% r/r w IV kw. ub.r.). Zamrożeniu gospodarki towarzyszył silny spadek zatrudnienia. W kwietniu stopa bezrobocia gwałtownie wzrosła do 14,7% (z 3,5% w lutym)⁵. Pogłębiły się także spadki wskaźników produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i aktywności w budownictwie. W maju luzowaniu restrykcji w poszczególnych stanach towarzyszyła poprawa części wskaźników gospodarczych, jednak sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa pozostawały wyraźnie poniżej poziomów sprzed roku. Mimo solidnych wzrostów zatrudnienia w maju i czerwcu br., stopa bezrobocia pozostała podwyższona (11,1% w czerwcu).

W Chinach, gdzie pandemia COVID-19 spowodowała spadek PKB o 6,8% r/r w I kw. br. (Wykres 1.7), restrykcje sanitarne zostały w większości wycofane jeszcze przed końcem I kw. br. W kwietniu i maju produkcja przemysłowa i inwestycje zanotowały dodatnią roczną dynamikę, a od maja wskaźniki nastrojów w usługach i przemyśle utrzymują się powyżej poziomów notowanych tuż przed wybuchem pandemii. Na aktywności firm niekorzystnie obija się jednak słabość popytu zagranicznego. Stosunkowo powoli odbudowuje się popyt konsumpcyjny (roczna dynamika sprzedaży detalicznej w kwietniu i maju pozostawała

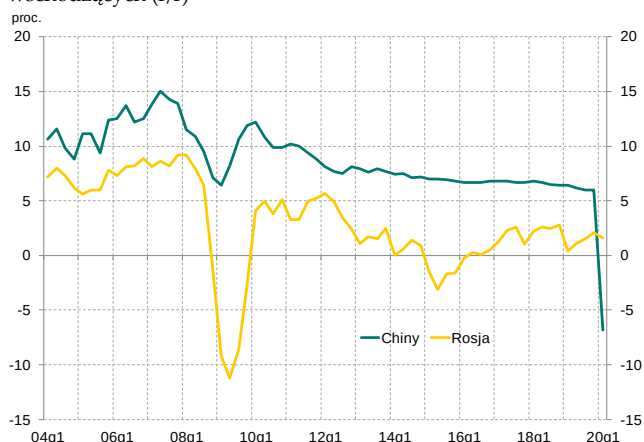
Wykres 1.6 Wskaźnik nastrojów gospodarczych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej opracowywany przez Komisję Europejską



Źródło: dane Eurostat.

Wskaźnik nastrojów gospodarczych publikowany przez Komisję Europejską jest syntetycznym wskaźnikiem opracowanym na podstawie badań ankietowych przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Wartość wskaźnika równa 100 pkt oznacza długookresową średnią, wzrost wskaźnika oznacza poprawę nastrojów.

Wykres 1.7 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

⁵ Stopa bezrobocia zanotowana w Stanach Zjednoczonych w kwietniu była najwyższa w historii jej pomiaru sięgającej 1948 r.

ujemna), a stopa bezrobocia pozostaje wyższa niż przed pandemią.

W pozostałych głównych gospodarkach wschodzących wpływ pandemii na dynamikę PKB w I kw. był jeszcze ograniczony. Jednak w II kw. br. sytuacja epidemiczna w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Indiach, Rosji, Brazylii i innych krajach Ameryki Płd., wyraźnie się pogorszyła, w ślad za czym nastąpiło załamanie wskaźników aktywności gospodarczej.

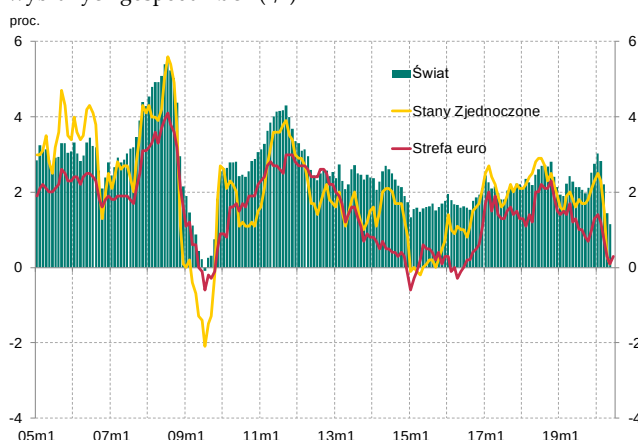
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniego *Raportu* inflacja w gospodarce światowej wyraźnie się obniżyła (Wykres 1.8). Wpłynął na to przede wszystkim silny spadek dynamiki cen energii, następujący wraz ze spadkiem cen surowców energetycznych na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Obniżyły się także wskaźniki inflacji bazowej, jakkolwiek spadek ten był jak dotąd w wielu gospodarkach umiarkowany⁶. Z kolei dynamika cen żywności w wielu gospodarkach wzrosła.

Inflacja HICP w strefie euro obniżyła się w ostatnich miesiącach i w czerwcu br. wyniosła 0,3% r/r, a w wielu gospodarkach obszaru walutowego dynamika HICP w ujęciu rocznym była ujemna. W kierunku obniżenia inflacji oddziaływał przede wszystkim spadek cen energii, natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał wyraźny wzrost dynamiki cen żywności nieprzetworzonej. Inflacja bazowa obniżyła się nieznacznie⁷ (Wykres 1.9).

Również w krajach Europy Środkowo-Wschodniej wzrost cen konsumpcyjnych spowolnił w ostatnich miesiącach (Wykres 1.10), przy czym tendencje w zakresie zmian cen energii, żywności oraz inflacji bazowej były analogiczne jak w strefie

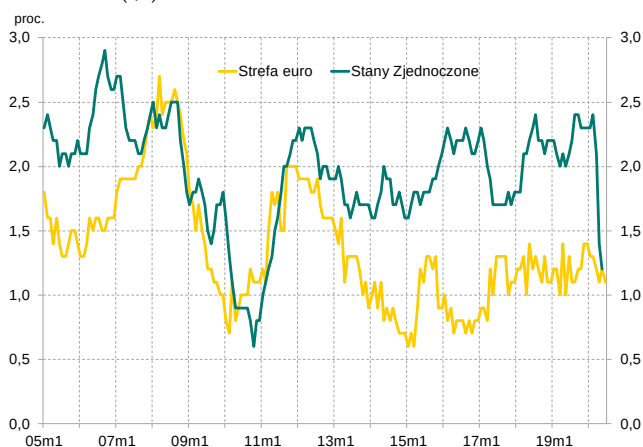
Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących ponad 80% światowego PKB, ważona PKB (z 2017 r.). Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

Wykres 1.9 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bloomberg.

Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności nieprzetworzonej.

⁶ Na wskaźniki inflacji wpływ mają przyjęte przez urzędy statystyczne rozwiązania w zakresie notowań cen towarów i usług, które nie mogły być przedmiotem obrotu ze względu na wprowadzone restrykcje epidemiczne.

⁷ Towary i usługi, których ceny były imputowane przez urzędy statystyczne krajów strefy euro ze względu na brak możliwości ich pomiaru stanowiły w maju br. 24% koszyka bazowego HICP, a w czerwcu – 12%.

euro. W maju br. inflacja w Czechach obniżyła się do 2,9% r/r (z 3,7% r/r w lutym br.), w Rumunii do 2,3% r/r (wobec 3,1% r/r w lutym br.) i na Węgrzech do 2,2% r/r (wobec 4,4% r/r w lutym br.).

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych od publikacji poprzedniego *Raportu* wyraźnie się obniżyła (z 2,3% r/r w lutym br. do 0,1% r/r w maju br.). W kierunku obniżenia się inflacji oddziaływał – oprócz spadku cen energii – istotny spadek inflacji bazowej⁸. Wyraźnie obniżyły się (w ujęciu rocznym) ceny w branżach usługowych dotkniętych przez pandemię i związane z nią restrykcje epidemiczne (m.in. ceny biletów lotniczych, zakwaterowania, ubezpieczeń motoryzacyjnych) oraz ceny niektórych towarów (odzieży i obuwia).

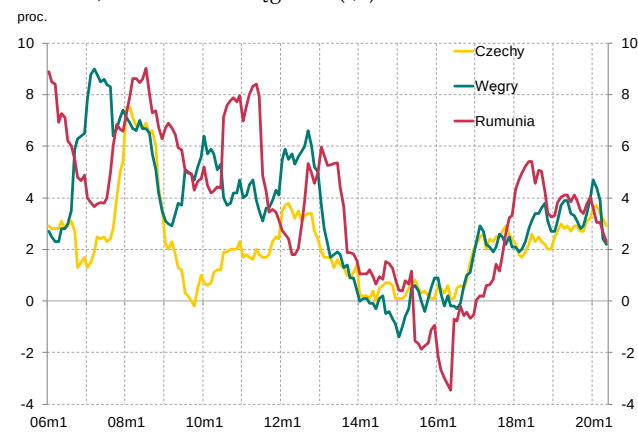
1.3 Światowe rynki surowców

Od publikacji poprzedniego *Raportu*, w wyniku silnego spadku popytu w następstwie pandemii COVID-19, ceny surowców energetycznych oraz rolnych wyraźnie się obniżyły.

W marcu br. nastąpił silny spadek cen ropy naftowej Brent i w efekcie w drugiej połowie kwietnia były one o ok. 70% niższe niż na początku br. (Wykres 1.11). Choć wraz ze stopniowym przywracaniem aktywności gospodarczej na świecie w maju oraz czerwcu ceny tego surowca stopniowo wzrastały, to na początku lipca cena baryłki ropy Brent była wciąż wyraźnie niższa niż rok wcześniej (o ok. 35%).

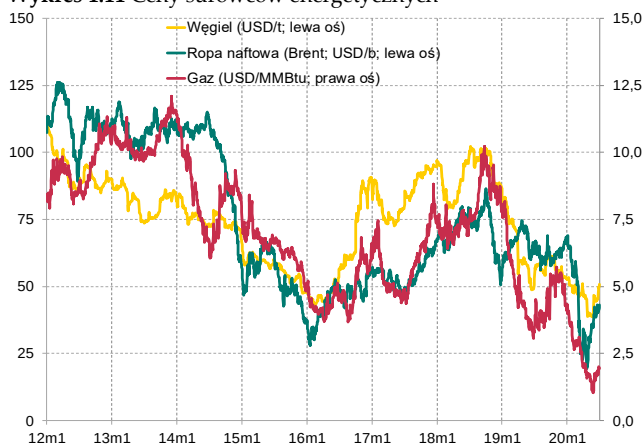
W omawianym okresie w kierunku ograniczenia spadku cen ropy naftowej oddziaływały także decyzje krajów OPEC+ dotyczące ograniczenia produkcji tego surowca od początku maja (a następnie o jego przedłużeniu do końca lipca)⁹, a także cięcia wydobycia tego surowca przez

Wykres 1.10 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych (CPI) w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.11 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

USD/b – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za baryłkę ropy. USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za milion tzw. brytyjskich jednostek ciepła, tj. jednostek wyrażających ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (około 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheita (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

⁸ Inflacja bazowa w Stanach Zjednoczonych w kwietniu br. spadła w ujęciu m/m najsilniej w historii pomiaru, tj. od 1957 r.

⁹ Porozumienie to zakłada stopniowe zwiększanie produkcji w kolejnych miesiącach.

przedsiębiorstwa z innych państw produkujących ropę.

W warunkach silnego spadku aktywności gospodarczej, jak również wyższych niż średnio w poprzednich latach temperatur w okresie zimowym, obniżyły się również ceny węgla kamiennego i gazu ziemnego. W efekcie ceny gazu ziemnego utrzymują się na niskim poziomie, czemu sprzyjają dodatkowo znaczne zapasy tego surowca w Europie. Natomiast do spadku cen węgla przyczyniało się również zwiększenie produkcji energii z odnawialnych źródeł. Ceny obydwu surowców nieco wzrosły w czerwcu w następstwie wznawiania aktywności gospodarczej.

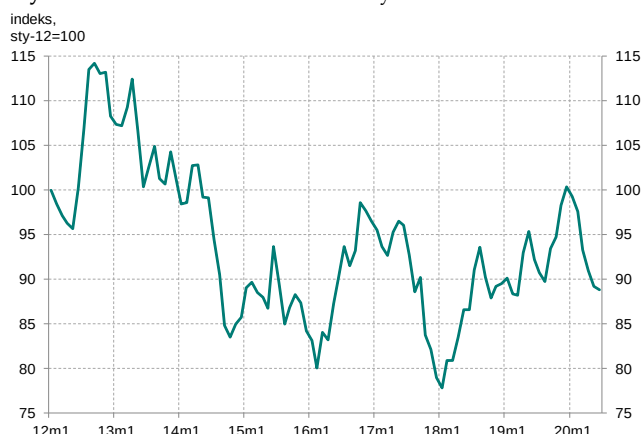
Od publikacji poprzedniego *Raportu* spadły także ceny większości surowców wchodzących w skład indeksu cen surowców rolnych¹⁰ (Wykres 1.12). Spadek ten nastąpił w warunkach ograniczenia konsumpcji prywatnej w wielu gospodarkach, jak i znacznego ograniczenia popytu z sektora „zakwaterowanie i gastronomia”, a także utrzymywania się wysokich zapasów produktów rolnych.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W reakcji na rozprzestrzenianie się pandemii COVID-19 wiele banków centralnych – zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących – w bezprecedensowy sposób poluzowało politykę pieniężną, obniżając stopy procentowe i uruchamiając lub rozszerzając skup aktywów oraz podejmując inne działania zwiększające płynność w sektorze bankowym (Wykres 1.13; Wykres 1.14).

Ze względu na utrzymywanie od dłuższego czasu stóp procentowych poniżej zera (stopy depozytowej na poziomie -0,5%), Europejski Bank Centralny pozostawił w ostatnich miesiącach

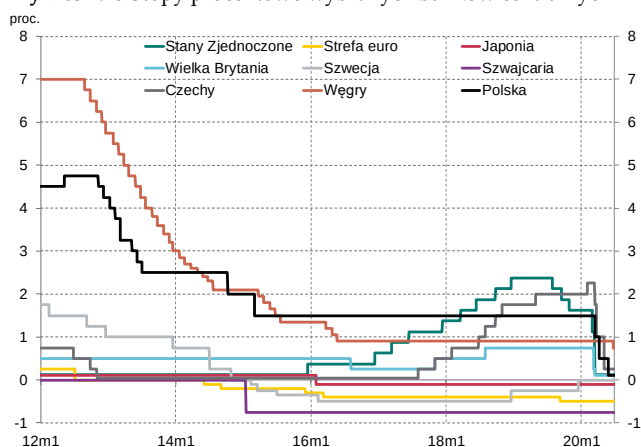
Wykres 1.12 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen artykułów rolnych wchodzi ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtuszczonego mleka w proszku, masła i zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

Wykres 1.13 Stopy procentowe wybranych banków centralnych



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwecji – stopa repo 1W; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Czech – stopa repo 2W; dla Węgier – *base rate* (m.in. oprocentowanie depozytu 1W); dla Polski – stopy referencyjna.

¹⁰ Spośród surowców wchodzących w skład indeksu cen surowców rolnych ceny wzrosły w dwóch przypadkach: zamrożonego soku pomarańczowego – zmiana preferencji konsumentów oraz w nieznacznej mierze cukru – efekt oczekiwanego spadku produkcji oraz wzrostu popytu na cukier jako biopaliwo.

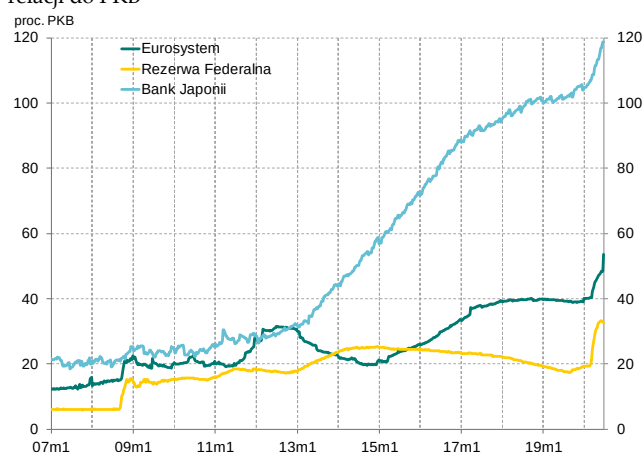
stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Zwiększył natomiast istotnie skalę programu skupu aktywów (łącznie o 1470 mld euro do czerwca 2021 r.)¹¹. Ponadto Rada Prezesów EBC złagodziła warunki programu wsparcia akcji kredytowej TLTRO-III¹² oraz ogłosiła dodatkowe długoterminowe operacje zasilające banki w płynność (LTRO i PELTRO), operacje dostarczające płynności w dolarze amerykańskim w ramach linii swapowych z Fed i operacje repo dostarczające płynności w euro zagranicznym bankom centralnym.

Uczestnicy rynku oczekują, że stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie przez kolejne 3 lata (Wykres 1.15).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) obniżyła stopy procentowe o 1,5 pkt proc. (do 0,00%-0,25%) i uruchomiła programy skupu aktywów na dużą skalę. W ramach tych programów Fed skupuje obligacje skarbowe, papiery wartościowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi (MBS), a także obligacje korporacyjne i komunalne¹³. Znacząco zwiększono także skalę operacji repo, ogłoszono programy wsparcia akcji kredytowej oraz uruchomiono linie swapowe z kilkunastoma bankami centralnymi. Uczestnicy rynku oczekują, że Fed pozostawi stopy procentowe na obecnym lub niższym poziomie przez minimum 2 lata.

Bank Japonii pozostawił stopy procentowe oraz cel dla rentowności 10-letnich obligacji bez zmian (odpowiednio -0,1% i 0%). Zwiększył jednak skalę skupu obligacji korporacyjnych i akcji (funduszy ETF), zniósł limit zakupów obligacji rządowych

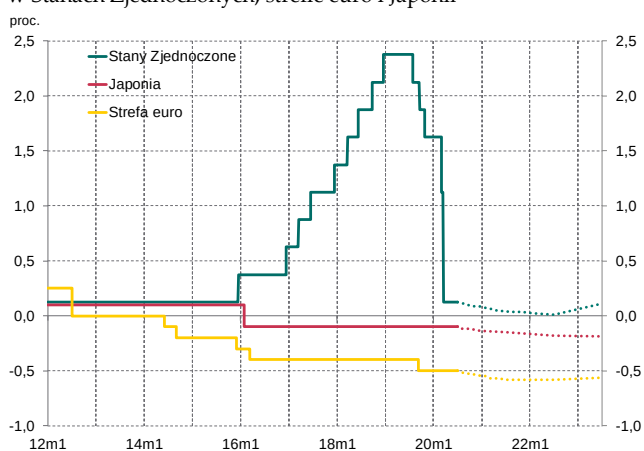
Wykres 1.14 Sumy bilansowe głównych banków centralnych w relacji do PKB



Źródło: dane Bloomberg i OECD, obliczenia NBP.

Dane o PKB kwartalne, annualizowane i odsezonowane.

Wykres 1.15 Historyczna i oczekiwane stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Japonii



Źródło: dane Bloomberg.

Stopy procentowe: dla Stanów Zjednoczonych - środek przedziału dla stopy fed funds, dla strefy euro - deposit facility, dla Japonii - Complementary Deposit Facility. Oczekiwania rynkowe wyznaczone na podstawie kontraktów fed funds futures i forward dla Stanów Zjednoczonych oraz kontraktów OIS i forward dla strefy euro i Japonii.

¹¹ EBC wprowadził program PEPP (*pandemic emergency purchase programme*) w łącznej kwocie wynoszącej obecnie 1 350 mld euro oraz zwiększył skalę dotychczas prowadzonego programu APP (*asset purchase programme*) o 120 mld euro.

¹² Przede wszystkim obniżono oprocentowanie pożyczek w ramach TLTRO-III łącznie o 0,5 pkt proc. Minimalne oprocentowanie wynosi 0,5 pkt proc. poniżej stopy depozytowej (obecnie -1%), a maksymalne jest równe stopie depozytowej (obecnie -0,5%).

¹³ Wielkość programów skupu obligacji korporacyjnych na rynkach pierwotnym i wtórnym to łącznie 750 mld dolarów, a wielkość programu skupu obligacji komunalnych wynosi 500 mld dolarów. Skala skupu obligacji skarbowych i instrumentów finansowych MBS nie została określona.

oraz uruchomił programy wsparcia akcji kredytowej.

W reakcji na pandemię COVID-19 politykę pieniężną w bezprecedensowej skali poluzowały również banki centralne pozostałych gospodarek rozwiniętych i gospodarek wschodzących, w tym banki centralne krajów Europy Środkowo-Wschodniej (więcej informacji na temat polityki pieniężnej banków centralnych w ostatnich miesiącach zostało zawarte w ramce „*Polityka pieniężna na świecie w reakcji na pandemię COVID-19*”).

W szczególności Bank Czech – po dokonanej w lutym br. podwyżce – w kolejnych miesiącach obniżał stopy procentowe, łącznie o 2 pkt proc. do 0,25%, i uruchomił dodatkowe operacje zasilające banki w płynność.

Ramka 1: Polityka pieniężna na świecie w reakcji na pandemię COVID-19

W celu ograniczenia negatywnych konsekwencji gospodarczych pandemii polityka pieniężna wielu banków centralnych na świecie została w ostatnich miesiącach wyraźnie złagodzona. Zakres i skala podejmowanych przez banki centralne działań były bezprecedensowe. Obejmowały one zarówno obniżenie stóp procentowych, jak i uruchomienie bądź rozszerzenie programów skupu aktywów oraz inne działania. W niniejszej ramce dokonano analizy działań 31 banków centralnych wybranych gospodarek w reakcji na pandemię COVID-19¹⁴.

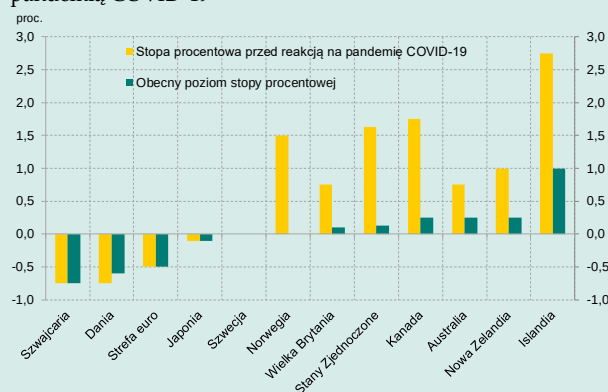
Od początku kryzysu wywołanego pandemią COVID-19¹⁵ wszystkie analizowane banki centralne, które przed wybuchem pandemii utrzymywały stopy procentowe na dodatnim poziomie, dokonały ich obniżki. W efekcie obecnie w większości analizowanych gospodarek stopy procentowe znajdują się na historycznie niskim poziomie, a w niemal wszystkich gospodarkach rozwiniętych i w części wschodzących kształtują się na poziomie bliskim zera. W części gospodarek rozwiniętych są one ujemne (Wykres R.1.1; Wykres R.1.2).

Programy skupu aktywów

Ze względu na skalę szoku gospodarczego wiele banków centralnych złagodziło politykę pieniężną również poprzez wprowadzenie lub rozszerzenie programów skupu aktywów. W efekcie obecnie 20 spośród analizowanych banków centralnych, w tym 11 banków centralnych gospodarek wschodzących, prowadzi tego rodzaju program. Łączna skala tych programów na świecie jest przy tym znacznie większa niż w przeszłości (Wykres R.1.3).

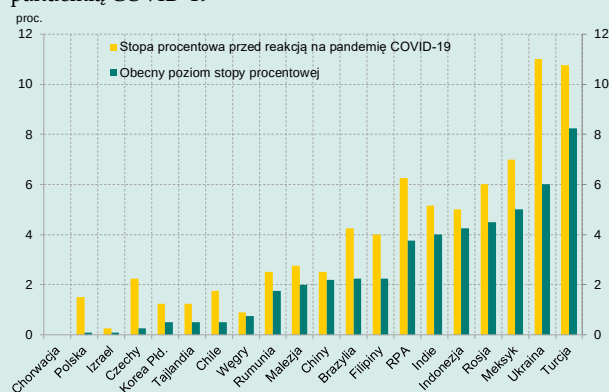
¹⁴ Przeanalizowano działania banków centralnych z następujących gospodarek rozwiniętych: Australia, Dania, Islandia, Japonia, Kanada, Norwegia, Nowa Zelandia, Stany Zjednoczone, strefa euro, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania; oraz wschodzących: Brazylia, Chile, Chiny, Chorwacja, Czechy, Filipiny, Indie, Indonezja, Izrael, Korea Płd., Malezja, Meksyk, Rosja, RPA, Rumunia, Tajlandia, Turcja, Ukraina, Węgry.

¹⁵ W ramce uwzględniono decyzje, które banki centralne motywowały rozprzestrzenianiem się epidemii koronawirusa – w większości przypadków są to decyzje podejmowane od ostatniego tygodnia lutego.

Wykres R.1.1 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych obecnie oraz przed pandemią COVID-19

Źródło: dane Bloomberg.

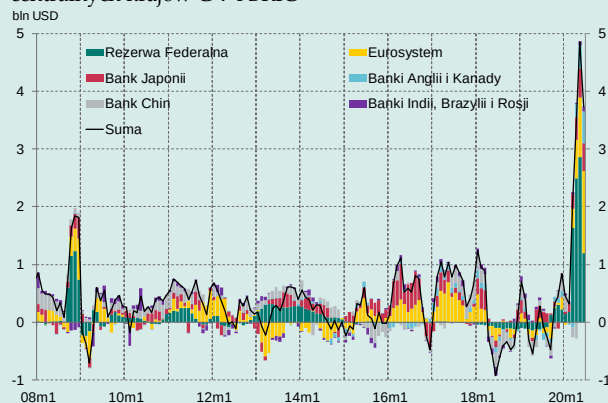
Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwecji – stopa repo 1W; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Norwegii – *Key Policy Rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate*; dla Nowej Zelandii – *Official Cash Rate*; dla Islandii – *7D deposit rate*.

Wykres R.1.2 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek wschodzących obecnie oraz przed pandemią COVID-19

Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Brazylii – *Selic Rate Target*; dla Rosji – stopa repo 1W; dla Indii – stopa repo; dla Chin – *7D reverse-repo rate*; dla Czech – stopa repo 2W; dla Rumunii – *Policy rate*; dla Węgier – *base rate* (m.in. oprocentowanie depozytu 1W); dla Izraela – *BOI interest rate*; dla Turcji – stopa repo 1W; dla Indonezji – *7D repo rate*; dla Tajlandii – *1D repurchase rate*; dla Malezji – *Overnight Policy Rate*; dla Filipin – *ON reverse repo rate*; dla Ukrainy – *key policy rate*; dla Meksyku – *overnight interbank funding rate target*; dla Korei – *Base Rate*; dla RPA – stopa repo; dla Chile – *monetary policy interest rate*; dla Chorwacji – *O/N deposit rate*, dla Polski – stopa referencyjna.

W ramach programów skupu aktywów analizowane banki centralne skupują przede wszystkim obligacje skarbowe (Tabela R.1.1). Część banków centralnych, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych, prowadzi również skup papierów wartościowych sektora prywatnego (takich jak obligacje korporacyjne, papiery komercyjne, listy zastawne, obligacje hipoteczne czy papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych) lub też obligacji komunalnych.

Wykres R.1.3 3-miesięczna zmiana sumy bilansowej banków centralnych krajów G-7 i BRIC

Źródło: dane Bloomberg, Banku Anglii, Banku Brazylii i Banku Rosji, obliczenia własne.

Dane dla Banku Anglii dostępne od września 2013 r., dla Banku Rosji od grudnia 2014 r. do maja 2020 r., a dla Banków Chin i Brazylii do maja 2020 r.

również największą nominalną wartość skupu (Wykres R.1.4).

Pozostałe działania banków centralnych

Ponadto prawie wszystkie analizowane banki centralne zwiększyły zakres operacji zasilających w płynność, zarówno bezwarunkowych, jak i uwarunkowanych zwiększeniem lub nieograniczaniem akcji kredytowej. Jednocześnie część banków centralnych na świecie przeprowadziła interwencje walutowe. Ponadto w celu ułatwienia dostępu do finansowania w dolarze amerykańskim Fed ogłosił uruchomienie dolarowych operacji

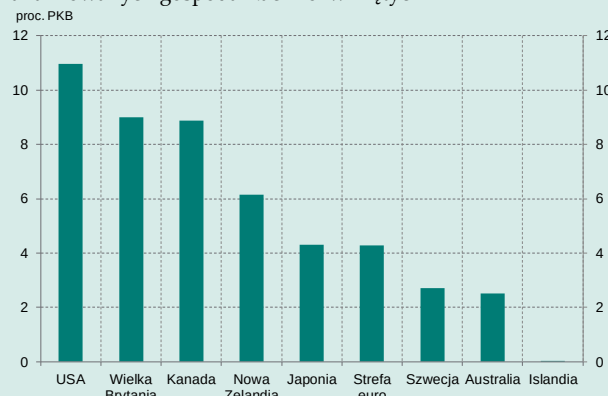
Większość banków centralnych nie komunikuje swoich przewidywań dotyczących docelowej skali oraz tempa skupu aktywów w ramach prowadzonych programów. Banki centralne, które podają taką informację, podkreślają, że docelowa kwota może ulec zwiększeniu.

Analiza dotychczasowej realizacji programów skupu aktywów pokazuje, że skala skupu różni się pomiędzy gospodarkami (Wykres R.1.4, Wykres R.1.5). Skala skupu aktywów była największa w przypadku Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, która dotychczas skupiła aktywa o wartości 11% PKB¹⁶, co – biorąc pod uwagę wielkość gospodarki Stanów Zjednoczonych – stanowiło

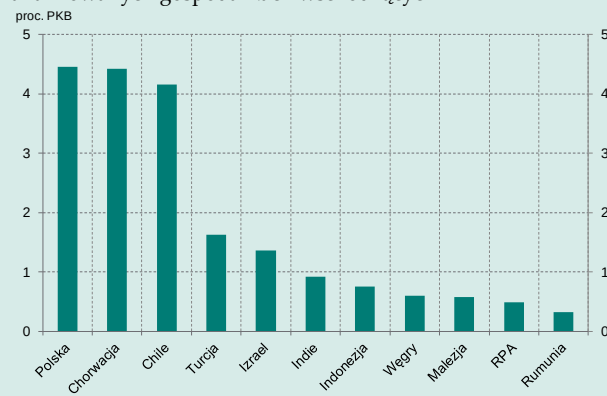
¹⁶ W odniesieniu do PKB w 2019 r.

repo dla zagranicznych banków centralnych oraz ustalił linie swapowe z kilkunastoma bankami centralnymi. Analogiczne działania podjął EBC, ułatwiając dostęp do finansowania w euro.

Wykres R.1.4 Dotychczasowa skala programów zakupów aktywów prowadzonych przez banki centralne w analizowanych gospodarkach rozwiniętych



Wykres R.1.5 Dotychczasowa skala programów zakupów aktywów prowadzonych przez banki centralne w analizowanych gospodarkach wschodzących



Źródło: Opracowanie własne na podstawie stron banków centralnych; dane o PKB OECD i Bloomberg.

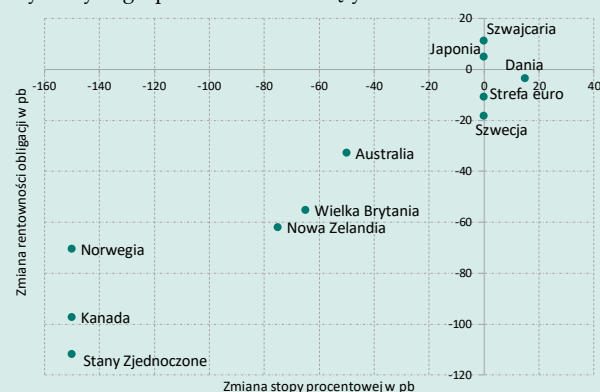
Dotychczasowa skala skupu – ostatnie dostępne dane (stan na 2 lipca w przypadku danych publikowanych na bieżąco i strefy euro, trzeci lub czwarty tydzień czerwca w przypadku danych tygodniowych lub koniec maja w przypadku danych miesięcznych; w przypadku Polski uwzględniono dane do 10 lipca br.).

Efekty dotychczasowych działań banków centralnych

Ocena wpływu powyższych działań banków centralnych na ceny aktywów i zmienne makroekonomiczne jest utrudniona ze względu na równoczesne stosowanie przez banki centralne szeregu instrumentów oraz skalę i bezprecedensowy charakter obecnego kryzysu, a także opóźnienia w transmisji polityki pieniężnej.

Niemniej można zauważyć, że wymienione wyżej działania banków centralnych w wielu gospodarkach oddziaływały w kierunku złagodzenia warunków monetarnych, które wraz z rozprzestrzenieniem się pandemii zacieśniły się. W szczególności obniżyły się rentowności obligacji skarbowych, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i w wielu gospodarkach wschodzących, zwłaszcza posiadających rating inwestycyjny (Wykres R.1.6; Wykres R.1.7). Jednocześnie wzrosły ceny innych aktywów, w tym akcji (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Poprzez złagodzenie warunków monetarnych działania banków centralnych w reakcji na pandemię COVID-19 oddziałują w kierunku ograniczenia skali globalnej recesji gospodarczej i będą sprzyjać powrotowi gospodarki globalnej na ścieżkę wzrostu.

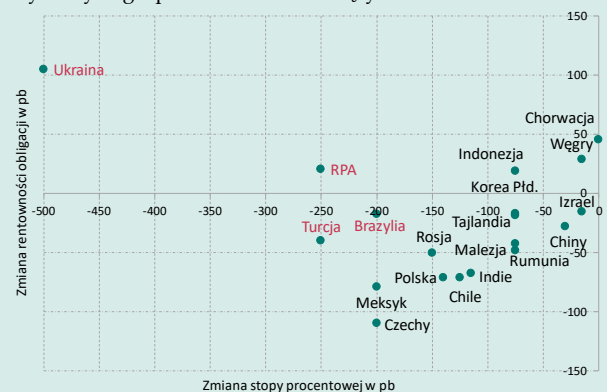
Wykres R.1.6 Zmiany rentowności 10-letnich obligacji skarbowych a zmiany stopy procentowej banku centralnego w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg.

Uwaga: Zmiana rentowności obligacji to różnica pomiędzy rentownością z dn. 2.07.2020 r. a rentownością odnotowaną na początku 2020 r. Rentowność dla strefy euro wyznaczona jest jako średnia rentowność dla sześciu największych gospodarek strefy euro ważona wartością dłużnych papierów wartościowych rządów centralnych.

Wykres R.1.7 Zmiany rentowności 10-letnich obligacji skarbowych a zmiany stopy procentowej banku centralnego w wybranych gospodarkach wschodzących



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg.

Uwaga: Kolorem czerwonym zaznaczono kraje nieposiadające ratingu inwestycyjnego. Zmiana rentowności obligacji to różnica pomiędzy rentownością z dn. 2.07.2020 r. a rentownością odnotowaną na początku 2020 r.

Tabela R.1.1 Programy skupu aktywów prowadzone przez banki centralne na świecie w reakcji na pandemię COVID-19

Gospodarki rozwinięte	Kompozycja	Deklarowana skala jako % PKB	Dotychczasowe zakupy	
			Łącznie	Obligacje skarbowe
Stany Zjednoczone	obligacje rządowe, MBSy, papiery komercyjne, obligacje korporacyjne, bony i obligacje komunalne	Łączna nieokreślona, określona dla niektórych aktywów (obligacje korporacyjne i komunalne)	11,0% PKB	8,1% PKB
strefa euro	obligacje rządowe, obligacje korporacyjne, papiery komercyjne, listy zastawne, ABSy	14,9% PKB do czerwca 2021	4,5% PKB	3,6% PKB
Japonia	obligacje i bony rządowe, obligacje korporacyjne, papiery komercyjne, akcje (fundusze ETF), REITy	Łączna nieokreślona, określona tylko dla aktywów prywatnych	4,3% PKB	3,0% PKB
Wielka Brytania	obligacje rządowe, obligacje korporacyjne, papiery komercyjne	13,6% PKB	9,0% PKB	bd
Szwecja	obligacje rządowe, obligacje komunalne, obligacje hipoteczne, papiery komercyjne, obligacje korporacyjne	10,0% PKB	2,7% PKB	0,5% PKB
Kanada	bony i obligacje rządowe, akcepty bankowe, papiery komercyjne, obligacje korporacyjne, obligacje hipoteczne, obligacje komunalne	Łączna nieokreślona, określona tylko dla niektórych aktywów (obligacji komunalnych, rządowych i korporacyjnych)	8,9% PKB	7,8% PKB
Australia	obligacje rządowe	Nieokreślona (cel dla rentowności 3-letnich obligacji)	2,5% PKB	2,5% PKB
Nowa Zelandia	obligacje rządowe, obligacje komunalne	18,9% PKB	6,2% PKB	5,9% PKB
Islandia	obligacje rządowe	5,2% PKB	0,02% PKB	0,02% PKB
Gospodarki wschodzące	Kompozycja	Deklarowana skala jako % PKB	Dotychczasowe zakupy	
			Łącznie	Obligacje skarbowe
Węgry	obligacje rządowe, obligacje hipoteczne, obligacje korporacyjne	Łączna skala nieokreślona, określona skala skupu obligacji korporacyjnych	0,6% PKB	0,3% PKB
Chorwacja	obligacje rządowe	Nieokreślona	4,4% PKB	4,4% PKB
Rumunia	obligacje rządowe	Nieokreślona	0,3% PKB	0,3% PKB
Indie	obligacje rządowe	Nieokreślona	0,9% PKB	0,9% PKB
Indonezja	obligacje rządowe	Nieokreślona	0,8% PKB	0,8% PKB
Malezja	obligacje rządowe	Nieokreślona	0,6% PKB	0,6% PKB
Turcja	obligacje rządowe	5% sumy bilansowej (1,5% PKB)	1,6% PKB	1,6% PKB
RPA	obligacje rządowe	Nieokreślona	0,5% PKB	0,5% PKB
Izrael	obligacje rządowe	3,5% PKB	1,4% PKB	1,4% PKB
Korea Płd.	obligacje rządowe	Nieokreślona	bd	bd
Chile	obligacje bankowe	5,3% PKB	4,2% PKB	0% PKB

Źródło: Opracowanie własne na podstawie stron banków centralnych, dane o PKB - OECD i Bloomberg.

bd oznacza brak danych. Dotychczasowa skala skupu – ostatnie dostępne dane (stan na 2 lipca w przypadku danych publikowanych na bieżąco i strefy euro, trzeci lub czwarty tydzień czerwca w przypadku danych tygodniowych lub koniec maja w przypadku danych miesięcznych). Do przeliczenia skali zakupu na jej relację do PKB wykorzystano dane o PKB za 2019 r.

1.5 Światowe rynki finansowe

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny aktywów finansowych na świecie podlegały wysokiej zmienności.

W marcu i w kwietniu br., wobec rozprzestrzeniania się pandemii i pogorszenia się perspektyw makroekonomicznych na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*),

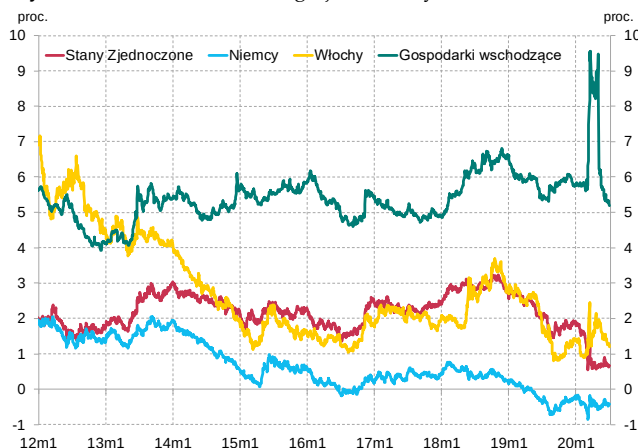
nastroje na światowych rynkach finansowych silnie się pogorszyły. Jednak w warunkach znacznego poluzowania polityki pieniężnej przez banki centralne (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*) oraz stopniowego przywracania aktywności gospodarczej w wielu gospodarkach, w maju i czerwcu nastąpiła poprawa nastrojów na rynkach finansowych.

W ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych obniżyły się do historycznie niskich poziomów. Nastąpiło to w warunkach załamania aktywności i wzrostu niepewności w gospodarce światowej, a także zdecydowanego poluzowania polityki pieniężnej przez Fed (Wykres 1.16). W efekcie w czerwcu 2020 r. średnia rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych wyniosła 0,7%.

Rentowności obligacji państw strefy euro podlegały w ostatnich miesiącach zwiększonym wahaniom, na które wpływ miała sytuacja epidemiczna i makroekonomiczna w poszczególnych krajach. W szczególności obligacje Włoch notowały relatywnie dużą zmienność cen, a ich rentowności w czerwcu 2020 r. pozostały nieco wyższe niż średnio w lutym br. Jednocześnie w Niemczech – ze względu na korzystniejszą sytuację epidemiczną i makroekonomiczną – rentowności obligacji pozostały wyraźnie ujemne. Stabilizująco na ceny obligacji państw strefy euro oddziaływały działania EBC, w szczególności programy skupu aktywów. W efekcie w czerwcu 2020 r. średnia rentowność 10-letnich obligacji Niemiec wyniosła -0,4%, a 10-letnich obligacji Włoch 1,4%.

Rentowności obligacji wielu gospodarek wschodzących przejściowo silnie wzrosły w marcu oraz kwietniu. Jednak w efekcie poprawy sentymentu wśród inwestorów oraz poluzowania polityki pieniężnej przez banki centralne tej grupy krajów, średnie rentowności obniżyły się do

Wykres 1.16 Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

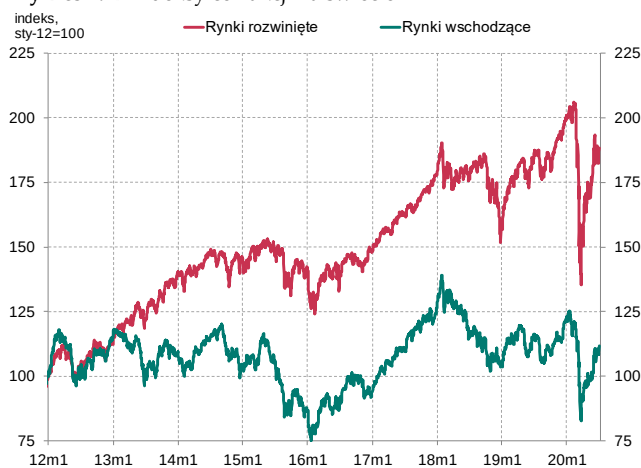
Stany Zjednoczone, Niemcy i Włochy – rentowności 10-letnich obligacji; Gospodarki wschodzące – Bloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns.

poziomów niższych od notowanych w okresie przed pandemią.

Ceny akcji na rynkach światowych – zarówno w krajach rozwiniętych, jak i wschodzących – w marcu 2020 r. gwałtownie spadły (Wykres 1.17). Był to rezultat załamania aktywności gospodarczej i pogorszenia jej perspektyw. Ponadto inwestorzy wyprzedawali aktywa uważane przez nich za relatywnie ryzykowne w warunkach wyraźnie pogorszających się nastrojów na rynkach finansowych, co skutkowało wzrostem popytu na aktywa postrzegane jako najbardziej płynne i bezpieczne. Wobec stopniowej odbudowy aktywności gospodarczej oraz istotnego luzowania warunków monetarnych przez banki centralne w kolejnych miesiącach ceny akcji wzrosły, jednak pozostały niższe niż średnio w lutym 2020 r.

Kurs euro do dolara amerykańskiego podlegał w ostatnich miesiącach zwiększonym wahaniom wraz ze zmieniającą się sytuacją epidemiczną w tych gospodarkach oraz działaniami EBC i Fed (Wykres 1.18). Na koniec omawianego okresu (w czerwcu br.) euro było nieco mocniejsze w relacji do dolara niż przed pandemią. Waluty gospodarek wschodzących po deprecjacji w marcu 2020 r. w kolejnych miesiącach stopniowo aprecjonowały, pozostały jednak słabsze niż na początku br.

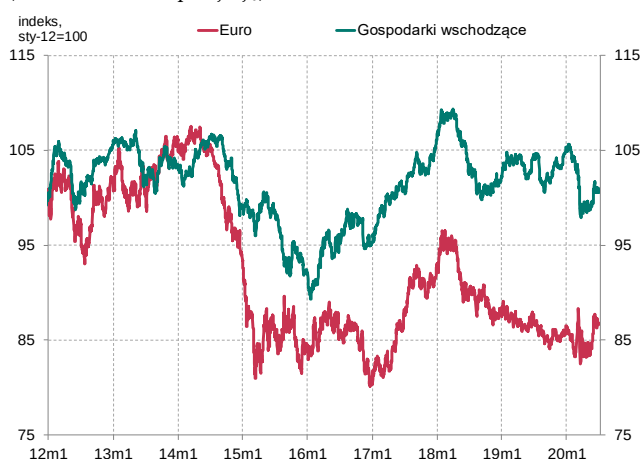
Wykres 1.17 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

Rynki rozwinięte – MSCI World Equity Index, rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

Wykres 1.18 Kursy walut względem dolara amerykańskiego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

2. Gospodarka krajowa

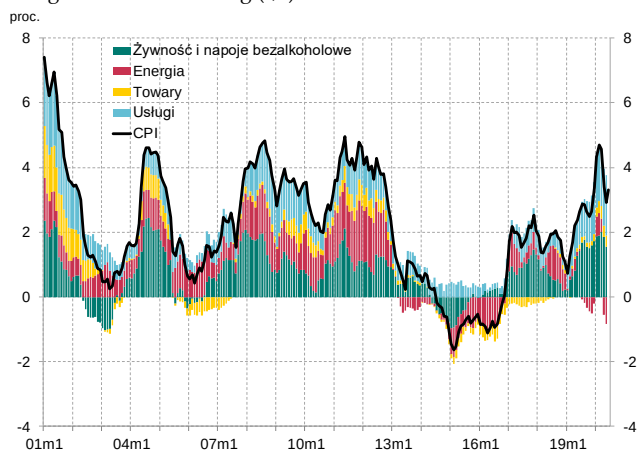
2.1 Ceny dóbr i usług

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r.¹⁷ – w ostatnich miesiącach istotnie obniżyła się¹⁸. W czerwcu br. – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 3,3% r/r (Wykres 2.1). Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżyły się również dostępne miary oczekiwań inflacyjnych.

Spadek inflacji względem I kw. br. wynikał przede wszystkim z obniżenia się cen paliw do prywatnych środków transportu wskutek silnego spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), a także – choć w mniejszym stopniu – z obniżenia dynamiki cen żywności. Według danych do maja br. spadek inflacji był jednocześnie ograniczany przez wzrost dynamiki cen usług, w tym administrowanych mieszkaniowych. Przy czym w kategorii „usługi” znaczny odsetek cen podlegał szacunkom (imputacji)¹⁹.

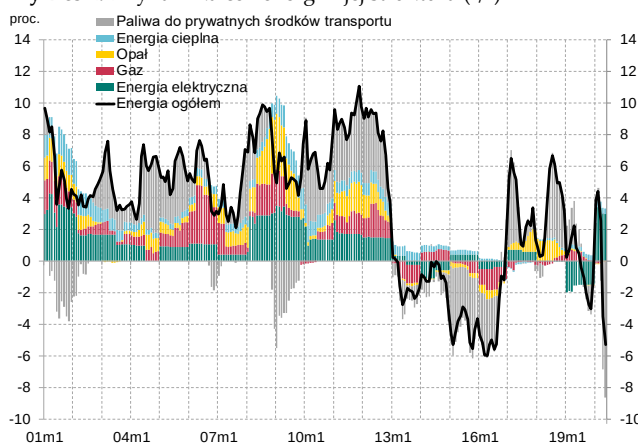
Od publikacji poprzedniego *Raportu* roczna dynamika cen energii obniżyła się do ujemnego poziomu i w maju br. wyniosła -5,3% r/r (wobec 4,4% r/r w lutym br.; Wykres 2.2). Spadek cen

Wykres 2.1 Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁷ Do wzrostu inflacji na początku 2020 r. przyczynił się wzrost regulowanych cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, cen paliw, opłat za wywóz śmieci, a także podwyższenie akcyzy na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe oraz dalszy wzrost cen żywności nieprzetworzonej.

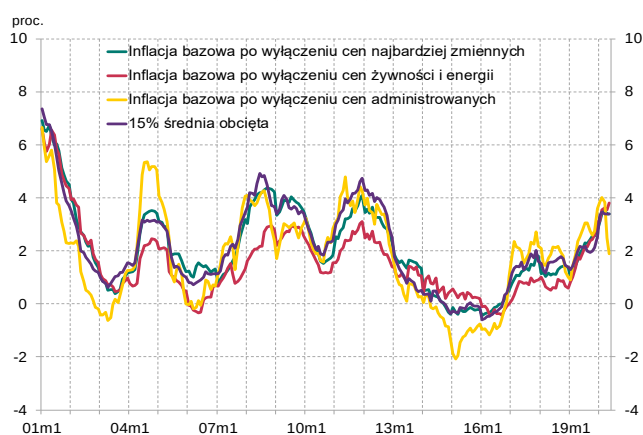
¹⁸ Restrykcje związane z epidemią COVID-19 utrudniły gromadzenie danych o cenach detalicznych, a także doprowadziły do wstrzymania transakcji na rynkach niektórych dóbr i usług konsumpcyjnych. W związku z tym Eurostat opracował wytyczne dotyczące obliczania zharmonizowanych wskaźników cen konsumpcyjnych (HICP) w kontekście epidemii COVID-19 (por. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wytyczne-dotyczace-opracowania-hicp-w-kontekście-kryzysu-zwiazanego-z-covid-19.19.1.html>). Wskazówki Eurostatu zostały zastosowane przez GUS przy uwzględnieniu krajowej specyfiki badania i jego wymagań, zarówno w obliczeniach HICP, jak i krajowych wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). Według danych Eurostat udział cen imputowanych we wskaźniku HICP dla Polski w maju br. wyniósł 11% (wobec około 19% w kwietniu br.).

¹⁹ W maju br. udział danych szacowanych przekraczał 50% w kategoriach: usługi szpitalne i sanatoryjne, usługi związane z rekreacją i sportem, turystyka zorganizowana.

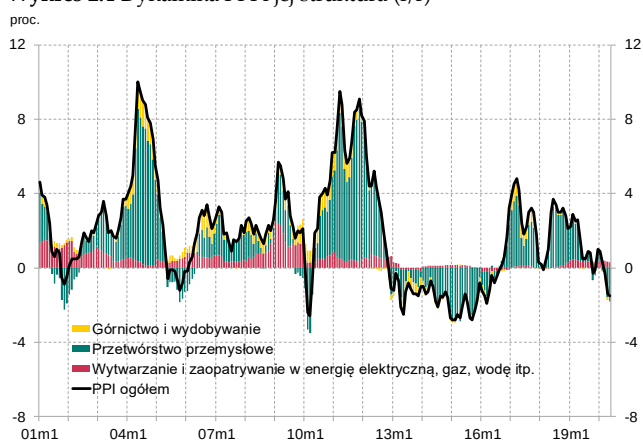
energii wynikał z niższych cen paliw w związku ze spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych. Z kolei w przeciwnym kierunku na roczną dynamikę cen energii oddziaływał wzrost opłat za energię elektryczną związany z wprowadzeniem wyższych taryf na jej sprzedaż i dystrybucję w styczniu i lutym br., dodatkowo wzmocniony statystycznym efektem bazy²⁰.

W ostatnich miesiącach obniżyła się również roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (do 6,2% r/r w maju br. i – według szybkiego szacunku GUS – 5,8% r/r w czerwcu br. z 7,5% r/r w lutym br.). Według danych do maja br. przyczynił się do tego spadek dynamiki cen żywności nieprzetworzonej – przede wszystkim drobiu, mięsa wieprzowego²¹ i warzyw (w szczególności ziemniaków) – który nastąpił w warunkach osłabienia popytu sektora gastronomicznego w wielu krajach UE. Natomiast ograniczając na spadek dynamiki cen żywności ogółem oddziaływał wzrost dynamiki cen owoców (w szczególności jabłek) w związku z suszą w 2019 r., a także żywności przetworzonej.

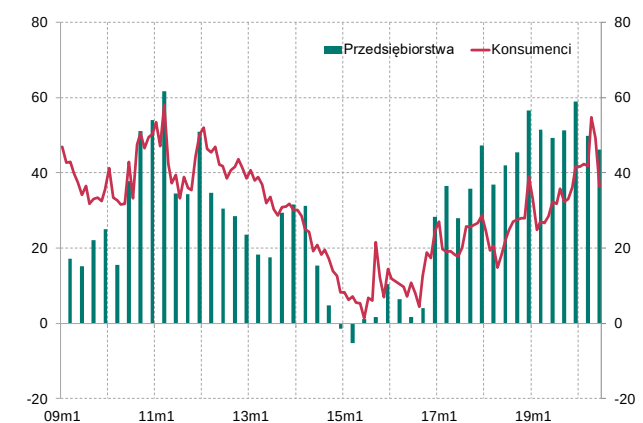
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w maju br. wyniosła 3,8% r/r (wobec 3,6% w lutym br.; Wykres 2.3). W kierunku wyższej inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii oddziałuje wysoka roczna dynamika cen administrowanych usług mieszkaniowych, przede wszystkim opłat za wywóz śmieci, a także wzrost cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (wynikający ze zwiększenia stawki podatku akcyzowego od stycznia 2020 r.)²². W maju br. zwiększyła się dynamika cen niektórych usług rynkowych, w tym usług medycznych, głównie stomatologicznych, oraz usług fryzjerskich, kosmetycznych i pielęgnacyjnych – co mogło być związane z wprowadzonymi restrykcjami

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Dynamika PPI i jej struktura (r/r)


Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw


Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen a odsetkiem respondentów oczekujących braku zmian lub spadku cen (z odpowiednimi wagami). Wzrost statystyki bilansowej jest interpretowany jako przesunięcie opinii ankietowanych w kierunku wyższej dynamiki cen.

²⁰ Efekt ten wynikał z obniżki stawki podatku akcyzowego i opłaty przejściowej za energię elektryczną na początku 2019 r.

²¹ Dodatkowo w kierunku spadku rocznej dynamiki cen mięsa wieprzowego oddziaływał efekt bazy statystycznej, wynikający z silnego wzrostu cen w analogicznym okresie ubiegłego roku, w związku z epidemią afrykańskiego pomoru świń, głównie w Chinach.

²² W maju 2020 r. wkład opłat za wywóz śmieci do rocznej inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł 0,9 pkt proc., a wkład cen towarów akcyzowych wyniósł 0,5 pkt proc.

epidemicznymi – a także usług finansowych świadczonych przez banki i inne instytucje. Jednocześnie pozostałe wskaźniki inflacji bazowej od publikacji poprzedniego *Raportu* pozostały stabilne bądź wyraźnie się obniżyły. W szczególności inflacja po wyłączeniu cen administrowanych spadła w maju br. do 1,9% r/r (wobec 4,0% r/r w lutym br.).

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu od początku 2020 r. stopniowo się obniżała i w maju br. wyniosła -1,5% r/r (wobec 0,2% r/r w lutym br.; Wykres 2.4). Ujemna dynamika wskaźnika PPI wynikała przede wszystkim ze spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wyraźnie obniżyły się oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych, zwłaszcza w perspektywie czterech kwartałów (Tabela 2.1). W rezultacie, ukształtowały się one poniżej 2,5%. Z kolei mediana prognoz uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP²³ w horyzoncie 8 kwartałów wyniosła 2,6%. Jednocześnie, zgodnie z wynikami tej ankiety, w czasie pandemii COVID-19 wyraźnie wzrosła niepewność prognoz. Również ankietowe opinie przedsiębiorstw oraz konsumentów na temat dynamiki cen w najbliższych kwartałach – po wcześniejszym wzroście – przesunęły się w kierunku niższej inflacji (Wykres 2.5).

2.2 Popyt i produkcja

Na początku br. koniunktura gospodarcza pozostawała relatywnie dobra. Jednak w połowie marca br. ze względu na pandemię COVID-19 oraz jej negatywny wpływ na nastroje podmiotów gospodarczych, a także podejmowane na świecie i w Polsce działania mające na celu ograniczenie jej

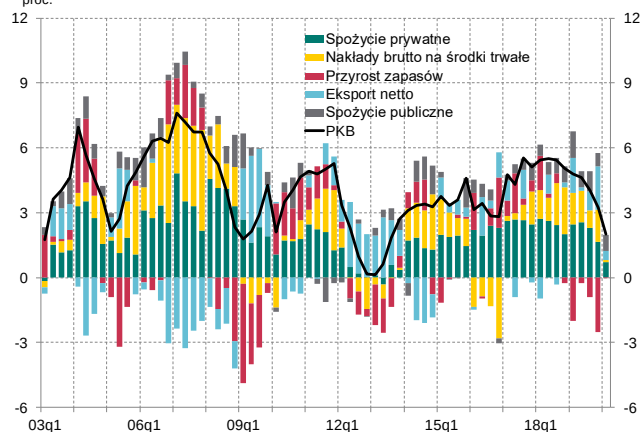
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	Ankieta przeprowadzona w:				
	19q2	19q3	19q4	20q1	20q2
Ankieta Refinitiv, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,6	2,8	2,8	1,8	1,7
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,6 (2,1-3,1)	2,8 (2,3-3,2)	3,1 (2,7-3,5)	2,2 (1,4-2,9)	2,3 (1,3-3,3)
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,6 (1,8-3,1)	2,6 (1,9-3,3)	2,8 (2,0-3,2)	2,5 (1,5-3,4)	2,6 (1,6-3,3)

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv (dawniej Thomson Reuters) w ostatnim miesiącu danego kwartału. Oczekiwania inflacyjne prognoz Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu. Ankieta odbywa się w ostatnich dwóch tygodniach danego kwartału i co do zasady zachodzi na kolejne dwa dni robocze kolejnego kwartału.

Wykres 2.6 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



Źródło: dane GUS.

²³ Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognostów. Wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP. Runda: czerwiec 2020 r., NBP, Nr 2/2020. Prognozy w ramach tej ankiety zostały przekazane między 15 czerwca a 3 lipca br., przy czym ich zdecydowana większość w ostatnich czterech dniach badania ankietowego.

rozprzestrzeniania się, nastąpiło silne ograniczenie aktywności gospodarczej.

Konsekwencje gospodarcze pandemii w ograniczonym stopniu znalazły odzwierciedlenie w danych o PKB za I kw. br., zgodnie z którymi wzrost gospodarczy w tym okresie spowolnił do 2,0% r/r (z 3,2% r/r w IV kw. 2019 r.; Wykres 2.6), przy czym obniżyła się zarówno dynamika konsumpcji (1,2% r/r wobec 3,3% r/r w IV kw. ub. r.), jak i inwestycji (0,9% r/r wobec 6,1% r/r w IV kw. ub. r.).

Dostępne dane za II kw. br. wskazują na głęboki spadek aktywności gospodarczej. Szczególnie mocno pogorszyła się koniunktura w branżach usługowych najsilniej dotkniętych restrykcjami – zakwaterowaniu i gastronomii, rozrywce i transporcie pasażerskim. Jednocześnie produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna silnie spadły (Wykres 2.7). W mniejszym stopniu obniżyła się aktywność gospodarcza w budownictwie.

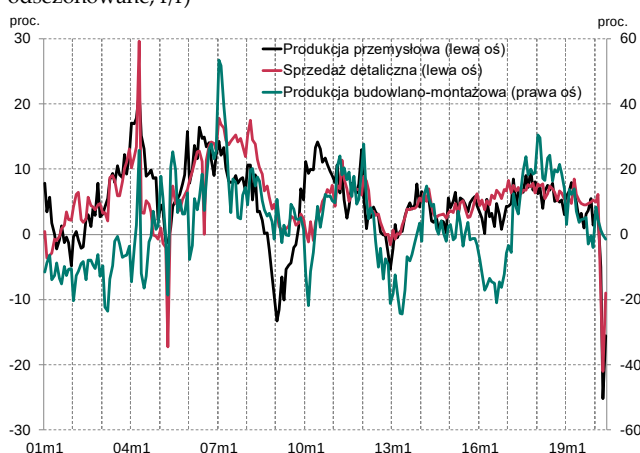
Największy spadek aktywności odnotowano przy tym w kwietniu br. W maju i czerwcu wraz ze stopniowym znoszeniem restrykcji i pewną poprawą nastrojów koniunktura się poprawiała, choć w ujęciu rocznym utrzymał się wyraźny spadek aktywności (Wykres 2.8; Wykres 2.9).

2.2.1 Produkcja

Pandemia koronawirusa spowodowała bardzo silne ograniczenie aktywności w sektorze usług. Szczególnie silnie spadła ona w kwietniu br. W maju i czerwcu br. koniunktura poprawiała się, jednak pozostała wyraźnie osłabiona.

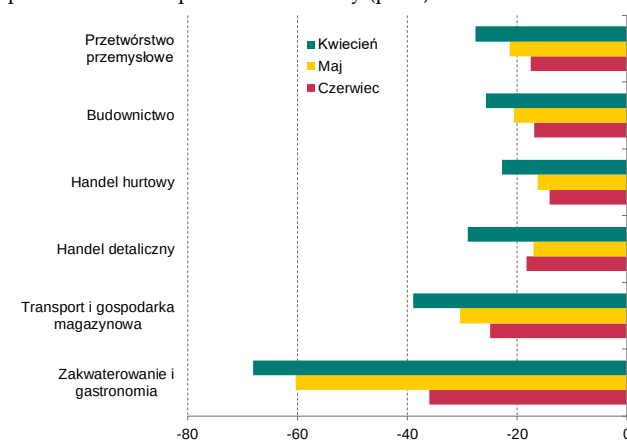
Obniżenie się sprzedaży detalicznej w kwietniu wskazuje na znaczny spadek aktywności w handlu. Jednocześnie w związku z restrykcjami dotyczącymi funkcjonowania hoteli, restauracji i obiektów kulturalno-rozrywkowych – zgodnie z danymi GUS o koniunkturze wśród przedsiębiorstw, danymi o transakcjach kartami płatniczymi i danymi o natężeniu ruchu ludności – w kwietniu br. bardzo silnie obniżyła się

Wykres 2.7 Wskaźniki aktywności gospodarczej (dane odsezonowane, r/r)



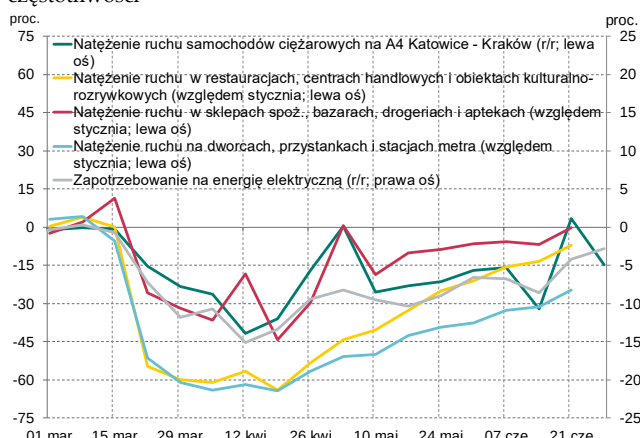
Źródło: dane GUS i Eurostat.

Wykres 2.8 Szacunkowa zmiana zamówień składanych w firmie przez klientów w podziale na sektory (proc.)



Źródło: dane GUS.

Wykres 2.9 Wskaźniki aktywności gospodarczej o wysokiej częstotliwości



Źródło: dane Stalexport Autostrady S.A., Polskie Sieci Elektroenergetyczne, Instytut Meteorologii i Gospodarki Wodnej, meteomodel.pl i Google COVID-19 Community Mobility Report, obliczenia NBP.

Zapotrzebowanie na energię elektryczną od poniedziałku do piątku w godz. 8-16 skorygowane o zmiany wynikające z dni świątecznych i zmiany temperatury.

aktywność w zakwaterowaniu, gastronomii i rozrywce. Wyraźny spadek aktywności odnotowano również w transporcie pasażerskim oraz towarowym.

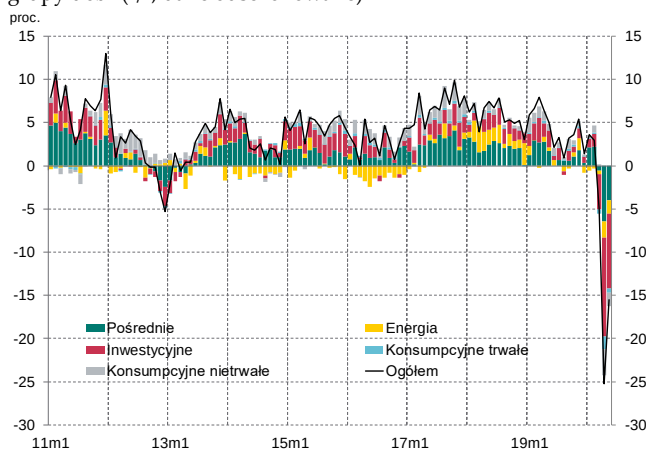
Wraz ze znoszeniem restrykcji i stopniową poprawą nastrojów w maju i czerwcu koniunktura w usługach poprawiła się – skala spadku sprzedaży detalicznej wyraźnie się zmniejszyła, a dane GUS o koniunkturze i dane o wysokiej częstotliwości wskazują na odbicie aktywności w transporcie, zakwaterowaniu, gastronomii i rozrywce. W ujęciu rocznym spadek aktywności pozostał jednak znaczny.

Produkcja przemysłowa spadła o 24,6% r/r w kwietniu br. i 17,0% r/r w maju br. (Wykres 2.10). Najmocniej obniżyła się produkcja dóbr inwestycyjnych (średnio o 44% r/r w kwietniu i maju br.), w tym przede wszystkim samochodów. W kwietniu br. bardzo silnie spadła również produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałych (o 47% r/r), w tym zwłaszcza mebli. W maju skala spadku tej kategorii była już jednak mniejsza (16,2% r/r). Wyraźnie zmniejszyła się również produkcja dóbr pośrednich (średnio o 15% r/r w kwietniu i maju br.). W nieco mniejszym stopniu – choć nadal znacznym – obniżyła się produkcja dóbr konsumpcyjnych nietrwałych i energetycznych (odpowiednio o średnio 11,1% r/r i 9,2% r/r).

Badania koniunktury i dane o zapotrzebowaniu na energię elektryczną wskazują, że w czerwcu br. – podobnie jak w maju – koniunktura w przemyśle stopniowo się poprawiała, choć spadek aktywności w ujęciu rocznym pozostał najprawdopodobniej znaczny.

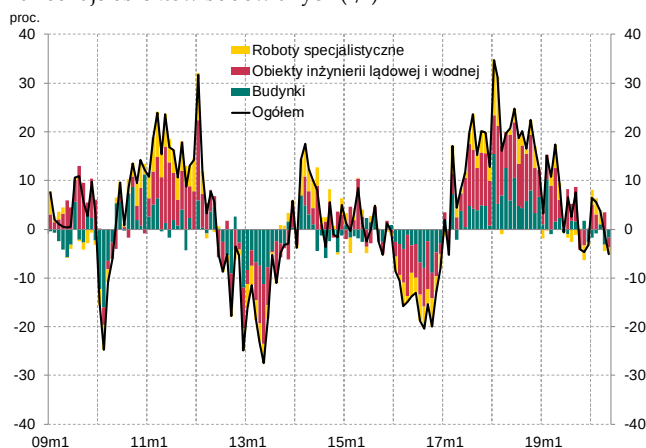
Restrykcje związane z pandemią koronawirusa miały relatywnie niewielki wpływ na prace budowlane. Po wzroście w I kw. br., w kwietniu i maju br. produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w ujęciu rocznym, choć spadek był ograniczony (wyniósł 0,9% r/r w kwietniu br. i 5,1% r/r w maju br. wobec wzrostu o 5,0% r/r w I kw. br.; Wykres 2.11). Niewielki wzrost

Wykres 2.10 Dynamika produkcji przemysłowej w podziale na grupy dóbr (r/r, dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS i Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 2.11 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

aktywności odnotowano w budownictwie infrastrukturalnym, do czego przyczyniła się dalsza realizacja inwestycji publicznych. Natomiast w budownictwie mieszkaniowym, komercyjnym i przemysłowym nastąpił spadek aktywności (średnio o 7,1% r/r w kwietniu i maju br.).

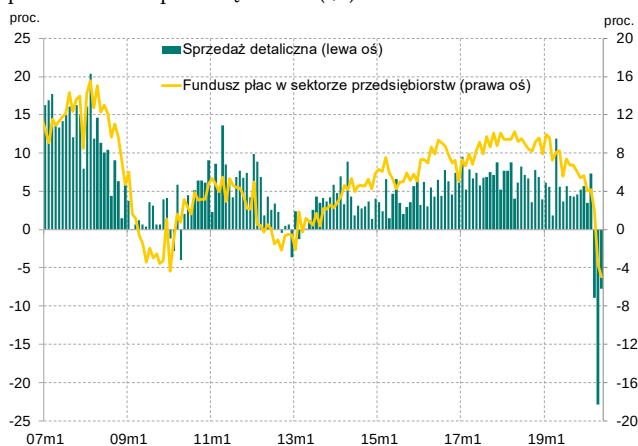
2.2.2 Konsumpcja

Po kilkunastu kwartałach utrzymywania się na relatywnie wysokim poziomie dynamika spożycia w sektorze gospodarstw domowych w I kw. br. obniżyła się (do 1,2% r/r z 3,3% r/r w IV kw. 2019 r.). Jednocześnie napływające dane wskazują na wyraźny spadek konsumpcji w II kw. br., co można wiązać z ograniczeniami wprowadzonymi w związku z pandemią (w tym w funkcjonowaniu placówek handlowych, transportu, hoteli i lokali gastronomicznych), pogorszeniem sytuacji na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) oraz obniżeniem dynamiki kredytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*).

Badania koniunktury przedsiębiorstw GUS za kolejne miesiące II kw. br., sugerują, że silnie spadła sprzedaż usług najmocniej dotkniętych restrykcjami wprowadzonymi w celu zahamowania rozprzestrzeniania się koronawirusa (w tym zwłaszcza w sekcji zakwaterowanie i gastronomia)²⁴.

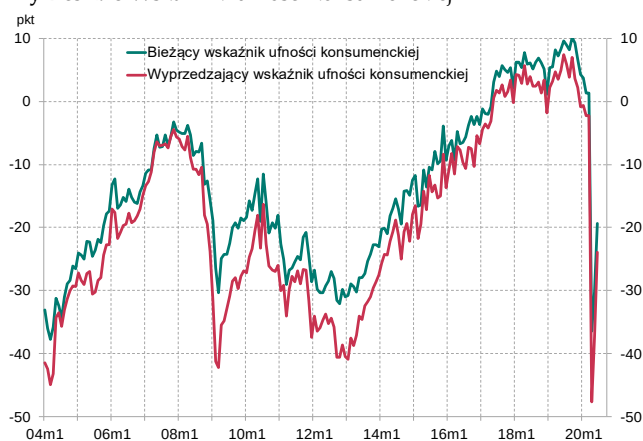
Na wyraźny spadek popytu konsumpcyjnego w pierwszych miesiącach II kw. br. wskazują również dane o sprzedaży detalicznej. W kwietniu obniżyła się ona o 22,9% r/r, a w maju o 7,3% r/r (w cenach stałych; Wykres 2.12). W największym stopniu w ujęciu r/r zmniejszyła się sprzedaż pojazdów samochodowych, motocykli i części (o 54,4% r/r w kwietniu br. i o 34% r/r w maju br.), paliw (odpowiednio o 32,9% r/r i o 17,9% r/r) oraz tekstyliów, odzieży i obuwia (odpowiednio o

Wykres 2.12 Dynamika realna sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.13 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁴ Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach – czerwiec 2020. Wpływ pandemii COVID-19 na koniunkturę – oceny i oczekiwania (Aneks), GUS, 22 czerwca 2020 r.; Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2020 (czerwiec 2020). Z pogłębioną prezentacją wyników dla sekcji zakwaterowanie i gastronomia, GUS, 24 czerwca 2020 r.

63,4% r/r i o 8,2% r/r w maju br.). Po wyraźnym spadku w kwietniu br. (o 16,9% r/r), w maju br. odnotowano natomiast dodatnią dynamikę sprzedaży mebli, RTV i AGD (14,4% r/r).

W II kw. br. nastąpiło znaczące pogorszenie nastrojów konsumentów (Wykres 2.13), przy czym wyraźnie obniżył się zarówno bieżący, jak i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej. Po silnym spadku w kwietniu, w maju i czerwcu br. wskaźniki ufności konsumenckiej nieco się poprawiły, jednak pozostały na niskich poziomach²⁵. W szczególności, utrzymały się pesymistyczne oceny przyszłego poziomu bezrobocia.

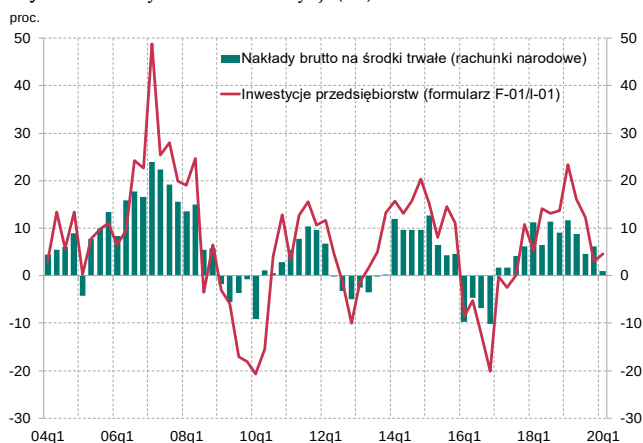
2.2.3 Inwestycje

W I kw. br. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie się obniżyła (do 0,9% r/r z 6,1% r/r w IV kw. 2019 r.; Wykres 2.14). Jednocześnie dynamika inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw niefinansowych wzrosła nieznacznie w porównaniu z IV kw. 2019 r., jednak pozostała wyraźnie niższa niż średnio w 2019 r. (Wykres 2.14). Jednocześnie według szacunków NBP – po spadku w poprzednich kwartałach – w I kw. br. nastąpił nieznaczny wzrost inwestycji publicznych.

Dostępne za II kw. dane, w tym głęboki spadek produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej (por. rozdz. 2.2.5 *Produkcja*) i silne ograniczenie wykorzystania zdolności wytwórczych (Wykres 2.15), a także wysoka niepewność w gospodarce związana z pandemią COVID-19, przemawiają za znaczącym ograniczeniem nakładów inwestycyjnych w tym okresie.

Według badań ankietowych GUS²⁶ i NBP pandemia COVID-19 negatywnie wpłynęła na zamierzenia inwestycyjne przedsiębiorstw. W II

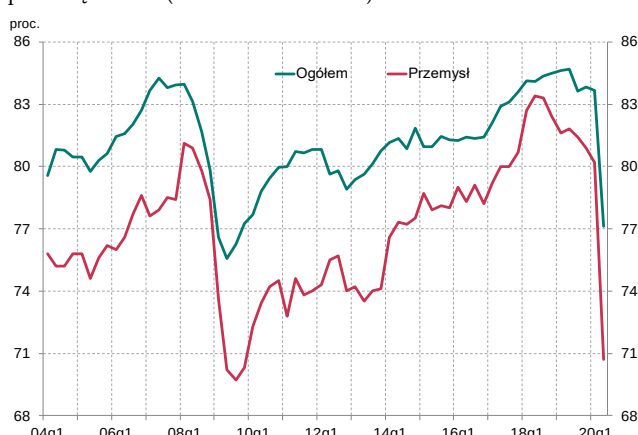
Wykres 2.14 Dynamika inwestycji (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane o inwestycjach przedsiębiorstw ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe, prowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Wykres 2.15 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane ankietowe NBP (ogółem) i GUS (przemysł).

²⁵ Koniunktura konsumencka – czerwiec 2020 r., GUS, 18 czerwca 2020 r.

²⁶ Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie i usługach – kwiecień 2020 r. Wpływ pandemii koronawirusa SARS-CoV-2 na koniunkturę gospodarczą – oceny i oczekiwania (Aneks), GUS, 22 kwietnia 2020 r.

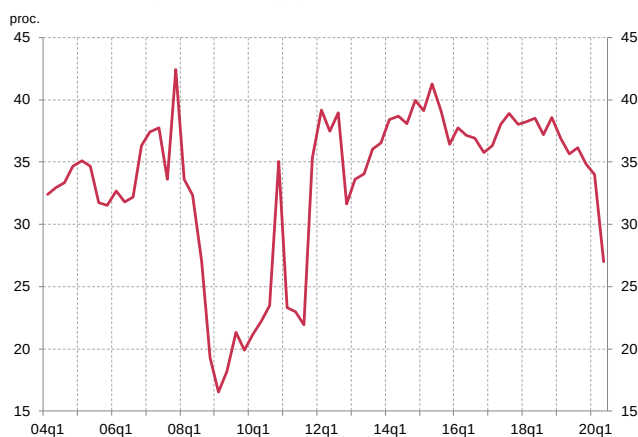
kw. br. wyraźnie zmniejszył się optymizm inwestycyjny przedsiębiorstw (Wykres 2.16). Pogorszenie nastrojów odnotowano zarówno w przedsiębiorstwach prywatnych, jak i publicznych. Jednocześnie spadła skłonność przedsiębiorstw do podejmowania nowych inwestycji oraz do kontynuacji już rozpoczętych²⁷. Dane ankietowe NBP wskazują także na szczególnie silne pogorszenie się klimatu inwestycyjnego wśród eksporterów. Według badań GUS plany inwestycyjne na 2020 r. w największym stopniu zamierzają zredukować przedsiębiorstwa z branż zakwaterowanie i gastronomia, transport i gospodarka magazynowa oraz handel detaliczny²⁸.

2.2.4 Sektor finansów publicznych²⁹

W pierwszych miesiącach 2020 r. zanotowano wyraźny spadek dochodów podatkowych względem roku ubiegłego. Dochody z VAT w pierwszych pięciu miesiącach br. były niższe o 8,6% r/r, a w samym maju br. spadły o 33,6% r/r³⁰. W okresie styczeń-maj br. niższe były również wpływy z podatków dochodowych do budżetu państwa (PIT o 8,6% r/r i CIT o 19,2% r/r), przy czym dynamikę wpływów z tych podatków w br. zaburzyło przesunięcie terminów rozliczenia rocznego oraz możliwość późniejszego odprowadzenia zaliczek od wypłacanych wynagrodzeń za marzec-maj br.

Pierwsze fiskalne działania antykrzysowe podjęte przed rząd zostały uruchomione z końcem marca br. Obejmują one w szczególności: trzymiesięczne zwolnienie małych firm z odpłacania składek ZUS³¹, tzw. świadczenie

Wykres 2.16 Ogólna ocena optymizmu inwestorów (OPTIN)



Źródło: dane ankietowe NBP.

Ocena optymizmu inwestorów mierzona jest udziałem ankietowanych przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji, wzrost nakładów bądź rozszerzenie skali realizowanych inwestycji.

²⁷ Kontynuację rozpoczętych inwestycji deklaruje jedynie 76,3% ankietowanych przedsiębiorstw, podczas gdy w poprzednich latach odsetek ten wynosił 94-98%. Udział przedsiębiorstw planujących podjęcie nowych inwestycji spadł do 16,6% w porównaniu z 21,9% średnio w 2019 r. (dane ankietowe NBP).

²⁸ *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie i usługach – kwiecień 2020 r. Wpływ pandemii koronawirusa SARS-CoV-2 na koniunkturę gospodarczą – oceny i oczekiwania (Aneks)*, GUS, 22 kwietnia 2020 r.

²⁹ Dane omawiane w tym rozdziale odnoszą się do danych obliczonych według metodologii ESA2010 (o ile nie zaznaczono inaczej).

³⁰ W maju odprowadzany był VAT od transakcji zrealizowanych w kwietniu, a zatem miesiącu kiedy aktywność gospodarcza była pod najsilniejszym negatywnym wpływem restrykcji wprowadzonych w celu ograniczania rozprzestrzeniania się epidemii.

³¹ Zwolnienie dotyczy 100% należności (najniższa podstawa wymiaru w przypadku samozatrudnionych spełniających warunki dotyczące uzyskiwanego przychodu i dochodu oraz osób duchownych) w przypadku spółdzielni socjalnych oraz płatników składek,

postojowe dla samozatrudnionych i osób zatrudnionych na umowach cywilnoprawnych, dofinansowanie kosztów pracy oraz pożyczki dla mikroprzedsiębiorców w wysokości 5000 zł. Łączny koszt tych działań (na podstawie szacunków rządowych) wynosi ok. 43 mld zł, z czego do tej pory uruchomiono ok. 38 mld zł (stan na 2 lipca br.).

Ponadto, wsparcie dla przedsiębiorców jest realizowane przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR) w ramach tzw. Tarczy Finansowej PFR, gdzie z zaplanowanej kwoty 100 mld zł wypłacono do tej pory ok. 55,5 mld zł (stan na 2 lipca br.). Część z wyżej wymienionych działań ma charakter zwrotny lub jest finansowana z budżetu UE, przez co nie wpłynie na wynik sektora finansów publicznych. Oprócz działań bezpośrednio wspierających przedsiębiorców, do wzrostu deficytu finansów publicznych przyczynią się także inne koszty związane z epidemią, w szczególności zwiększone nakłady na ochronę zdrowia oraz wydatki na świadczenia opiekuńcze dla rodziców.

W efekcie poziom deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2020 r. znacznie wzrośnie, na co wskazują prognozy rządowe oraz ośrodków zewnętrznych. Zgodnie z wyliczeniami rządu przedstawionymi w kwietniowym *Programie Konwergencji. Aktualizacja 2020* deficyt sektora ma wzrosnąć do 8,4% PKB, zaś według prognoz Komisji Europejskiej (KE) z maja br. – do 9,5% PKB. Różnica pomiędzy tymi wielkościami wynika w szczególności z odmiennego ujęcia wsparcia dla firm udzielanego w ramach Tarczy Finansowej PFR³².

W związku ze spodziewanym spadkiem PKB i zwiększeniem potrzeb pożyczkowych sektora

którzy zgłosili do ubezpieczeń mniej niż 10 ubezpieczonych oraz 50% należności, jeśli płatnik zgłosił do ubezpieczeń 10-49 ubezpieczonych.

³² W prognozie KE założono, że 60% wsparcia udzielanego w ramach Tarczy Finansowej PFR będzie miało charakter bezzwrotny, a więc zwiększy deficyt sektora w ujęciu ESA2010. Z kolei szacunek deficytu przedstawiony w *Programie Konwergencji* nie uwzględniał tego instrumentu.

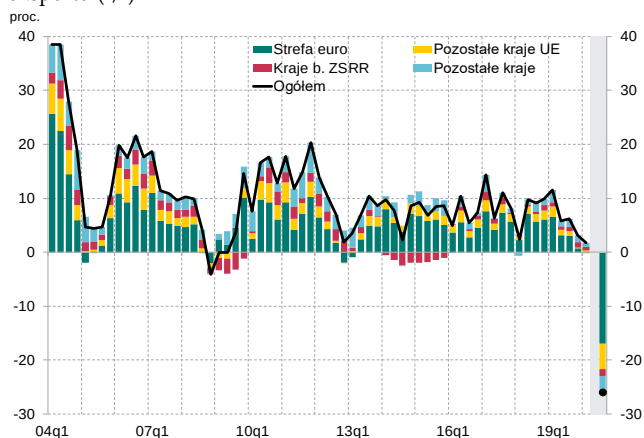
finansów publicznych, w 2020 r. oczekiwany jest znaczący wzrost relacji długu publicznego do PKB. Zgodnie z szacunkiem przedstawionym w *Programie Konwergencji. Aktualizacja 2020*, w 2020 r. relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 ma wzrosnąć do 55,2% PKB, natomiast według prognozy KE – do 58,5% PKB (w porównaniu z 46,0% w 2019 r.). Ze względu na częściowe finansowanie działań antykryzysowych poprzez emisje obligacji PFR oraz BGK na rzecz powołanego w kwietniu br. Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (a więc jednostek niebędących częścią sektora finansów publicznych w rozumieniu ustawy o finansach publicznych), można oczekiwać, że wzrost państwowego długu publicznego będzie mniejszy niż wzrost zadłużenia sektora w ujęciu ESA 2010.

2.2.5 Handel zagraniczny³³

W I kw. 2020 r. następowało dalsze obniżenie dynamiki wartości eksportu towarów (do 1,7% r/r z 3,1% r/r w IV kw. ub.r.), a dynamika wartości importu pozostała niska (0,6% r/r wobec -1,8% r/r w IV kw. ub.r.). Dane za kwiecień br. wskazują na silny spadek wymiany handlowej związany z głębokim ograniczeniem aktywności gospodarczej zarówno w kraju jak i za granicą.

W kwietniu br. spadek wartości eksportu wyniósł 26,0% r/r (Wykres 2.17). Dotyczył on wszystkich grup krajów, w tym najsilniej obniżył się eksport do strefy euro (-29,3% r/r). Również w ujęciu towarowym spadek eksportu odnotowano we wszystkich grupach towarów. Największy ujemny wkład do dynamiki ogółem miał eksport dóbr pośrednich, który obniżył się o 30,6% r/r. W związku z załamaniem się aktywności w globalnych sieciach produkcji samochodów znaczący spadek eksportu odnotowano dla części i akcesoriów do środków transportu (-61,0% r/r) oraz samochodów osobowych (-85,4% r/r). Wyraźnie obniżył się również eksport dóbr

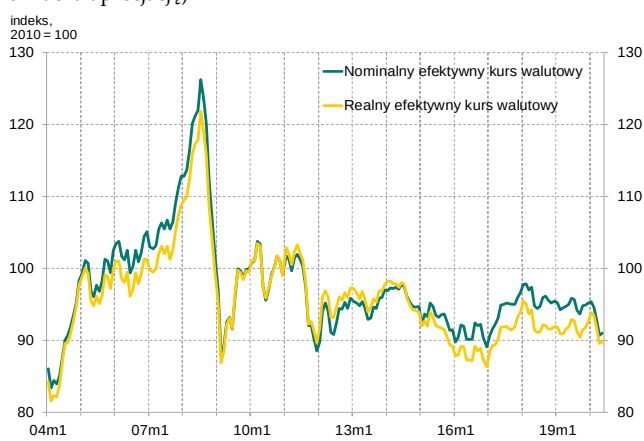
Wykres 2.17 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

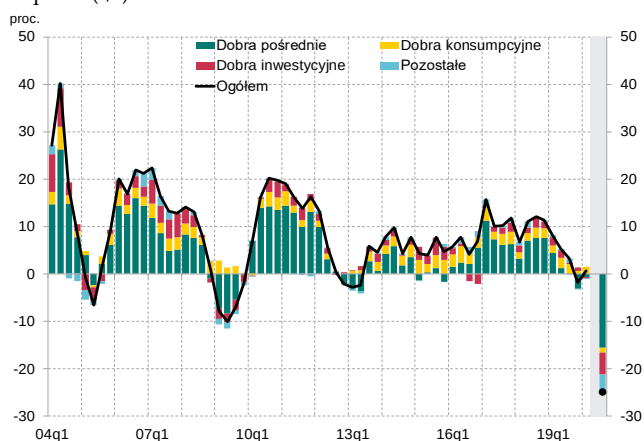
Obszar zacieniowany pokazuje dynamikę eksportu r/r odnotowaną w kwietniu.

Wykres 2.18 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

Wykres 2.19 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane. Obszar zacieniowany pokazuje dynamikę importu r/r odnotowaną w kwietniu.

³³ W niniejszym rozdziale analizowane są przede wszystkim dane GUS dotyczące nominalnej wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych.

inwestycyjnych (-23,9% r/r) oraz towarów konsumpcyjnych trwałego użytku (-38,7% r/r).

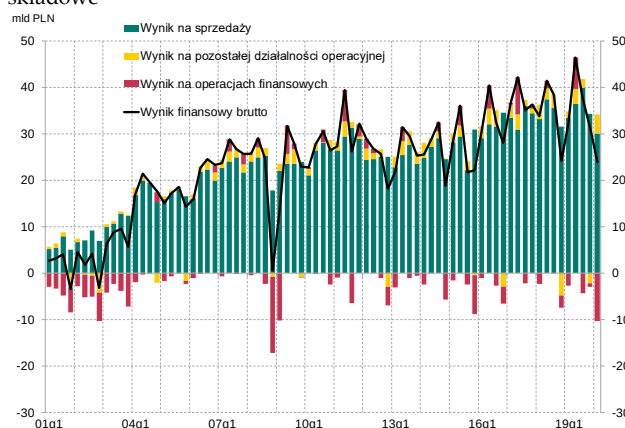
Od publikacji poprzedniego *Raportu* nastąpiła deprecjacja nominalnego i realnego efektywnego kursu złotego. Skala osłabienia kursu złotego była jednak niewielka (w kwietniu nominalny efektywny kurs osłabił się o 4,3% r/r, a realny o 2,2% r/r; Wykres 2.18) i w efekcie odsetek eksporterów informujących o nieopłacalnym eksporcie utrzymał się na relatywnie stabilnym poziomie³⁴.

W kwietniu br. odnotowano silny spadek wartości importu o 24,9% r/r, co można wiązać z obniżeniem się popytu krajowego oraz eksportu, który charakteryzuje się wysoką importochłonnością (Wykres 2.19). Największy ujemny wkład do dynamiki importu ogółem miał import dóbr pośrednich (spadek o 26,3% r/r) – przede wszystkim towarów zaopatrzeniowych dla przemysłu, części do środków transportu oraz paliw i smarów – jak również dóbr inwestycyjnych (-31,0% r/r) i samochodów osobowych (-78,7% r/r). Wyrazne osłabienie importu dotyczyło także towarów konsumpcyjnych trwałego użytku (-30,1% r/r).

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W I kw. br. sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw pogorszyła się. W szczególności nastąpił spadek wyniku na sprzedaży (o 9,9% r/r wobec wzrostu o 8,8% r/r w IV kw. ub. r.), na co złożyła się niska dynamika przychodów z działalności operacyjnej oraz rosnące koszty pracy (Wykres 2.20). Spadki wyniku na sprzedaży były obserwowane w większości branż. Jednocześnie, w I kw. br. negatywnie na wynik finansowy oddziaływały straty na operacjach finansowych³⁵.

Wykres 2.20 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

	2019				2020
	q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,5	4,6	5,0	4,1	3,9
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,4	4,8	3,8	2,9	2,4
Udział firm rentownych	69,5	74,9	77,7	81,8	67,6
Wskaźnik płynności I stopnia	34,7	34,6	35,4	38,1	38,9
Wskaźnik rentowności aktywów	0,99	1,45	1,12	0,87	0,66
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,23	15,27	15,57	15,49	15,86

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Udział firm rentownych – dane odsezonowane.

³⁴ Dane ankietowe NBP.

³⁵ Straty te wynikały z ujemnych różnic kursowych oraz strat na sprzedaży i aktualizacji aktywów finansowych. Były one skoncentrowane głównie w przemyśle paliwowym.

Na pogorszenie się sytuacji w sektorze przedsiębiorstw w I kw. br. wskazuje również spadek wskaźnika rentowności sprzedaży i wskaźnika rentowności obrotu netto (Tabela 2.2). Wyraźnie zmniejszył się także udział firm rentownych. Jednocześnie sytuacja płynnościowa sektora pozostawała w I kw. br. relatywnie dobra.

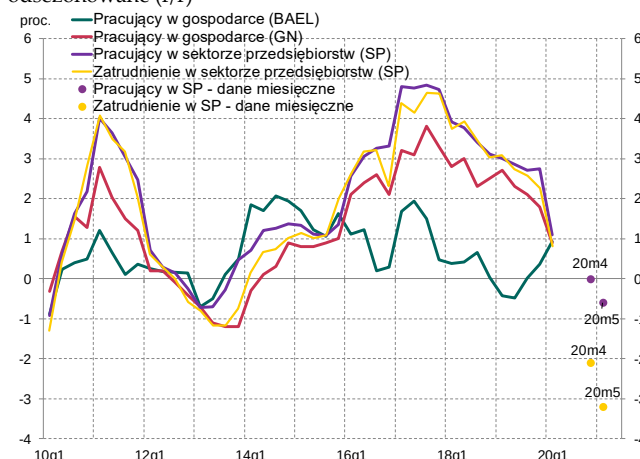
Dane ankietowe NBP wskazują, że w II kw. br. bieżąca sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw gwałtownie się pogorszyła i jest oceniana najgorzej od 2009 r., choć większość firm (68%) w dalszym ciągu uważa swoją sytuację za dobrą lub bardzo dobrą. Jednocześnie w II kw. obniżył się odsetek firm deklarujących brak problemów z płynnością. Również oceny obsługi zobowiązań zarówno kredytowych, jak i handlowych pogorszyły się oraz obniżył się udział zaakceptowanych wniosków kredytowych.

2.4 Rynek pracy

W związku z silnym ograniczeniem aktywności gospodarczej w II kw. br. sytuacja na rynku pracy się pogorszyła. W szczególności spadła liczba pracujących, wzrosło bezrobocie oraz obniżyła się dynamika wynagrodzeń.

Liczba pracujących w sektorze przedsiębiorstw³⁶ w kwietniu i maju br. obniżyła się o, odpowiednio, 48 tys. i 40 tys. osób (m/m). W efekcie jej roczna dynamika spadła w maju do -0,6% r/r (z 1,1% r/r w I kw. br.; Wykres 2.21). Jednocześnie, zgodnie z danymi GUS, przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw – które jest przeliczane na pełne etaty oraz często nie obejmuje pracowników przebywających na zasiłku chorobowym lub opiekuńczym – obniżyło się w kwietniu i maju br. o, odpowiednio, 153 tys. i 85 tys. osób (m/m) i w efekcie jego roczna dynamika wyniosła w maju br. -3,2% r/r (wobec 0,8% r/r w I kw. br.).

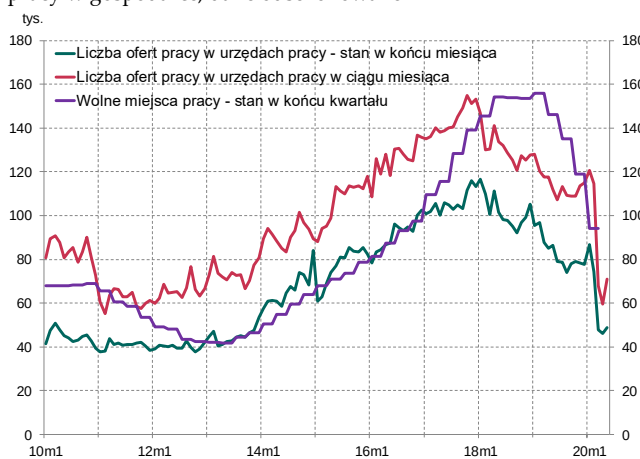
Wykres 2.21 Dynamika liczby pracujących i zatrudnionych, dane odsezonowane (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Pracujący w gospodarce (BAEL) to szacowana na podstawie badań ankietowych ludności liczba osób wykonujących lub posiadających pracę, bez względu na rodzaj stosunku pracy. Dane nie uwzględniają imigracji czasowej. Pracujący w gospodarce narodowej (GN) to z kolei raportowana przez przedsiębiorstwa liczba osób wykonujących pracę na koniec okresu sprawozdawczego. Dane te nie obejmują m.in. podmiotów o liczbie pracujących do 9 osób, rolników indywidualnych, osób pomagających nieodpłatnie w rodzinnej działalności gospodarczej oraz pracujących na umowy cywilnoprawne. Dane o liczbie pracujących oraz przeciętnym zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw nie obejmują dodatkowo sektora publicznego oraz osób prowadzących działalność gospodarczą. Wykres przedstawia dane kwartalne (linie) oraz dane miesięczne za kwiecień i maj 2020 roku (kropki).

Wykres 2.22 Liczba ofert pracy w urzędach pracy a wolne miejsca pracy w gospodarce, dane odsezonowane



Źródło: dane MRPiPS i GUS.

Dane o wolnych m. pracy pochodzą z reprezentacyjnego badania popytu na pracę GUS - wartości kwartalne przypisane do każdego miesiąca danego kwartału.

³⁶ Dane nie obejmują przedsiębiorstw zatrudniających mniej niż 10 osób, samozatrudnionych i pracujących na umowy cywilnoprawne oraz rolników.

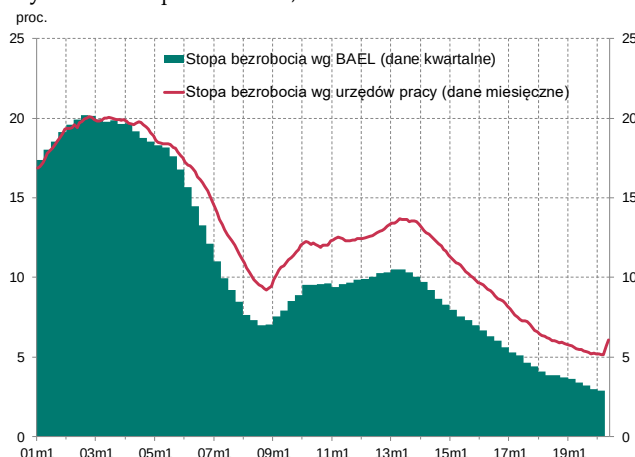
Na spadek popytu na pracę w pierwszych miesiącach II kw. br. wskazują również dane z rejestrów urzędów pracy, zgodnie z którymi w kwietniu i maju br. zgłoszono o ponad 40% mniej nowych ofert pracy niż w analogicznym okresie ub.r. (Wykres 2.22). Jednocześnie, zgodnie z wynikami badania koniunktury GUS, w kwietniu br. wzrósł odsetek przedsiębiorstw spodziewających się spadku zatrudnienia w ciągu najbliższych trzech miesięcy. W maju i czerwcu odsetek ten zmniejszał się, choć udział firm spodziewających się spadku zatrudnienia nadal przeważa nad odsetkiem firm spodziewających się jego wzrostu.

Liczba zarejestrowanych bezrobotnych w kwietniu i maju br. zwiększyła się łącznie o 161 tys. (dane odsezonowane) w porównaniu z marcem br., a wyrównana sezonowo stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w maju 6,1% (wobec 5,1% w marcu br.; Wykres 2.23). Wzrost bezrobocia rejestrowanego był przy tym ograniczany przez zmniejszanie wymiaru etatów i częstsze korzystanie z zasiłków opiekuńczych i chorobowych³⁷.

Dostępne dane wskazują, że uwarunkowania epidemiczne wpływają również na ograniczenie podaży pracy. Zgodnie z danymi BAEL, zebranymi przez GUS w dwóch ostatnich tygodniach marca 2020 r., znaczna liczba osób biernych zawodowo nie poszukiwała pracy ze względu na przyczyny związane z pandemią COVID-19. W marcu oraz kwietniu br. nastąpił również spadek liczby cudzoziemców w Polsce³⁸.

Do końca I kw. br. utrzymywała się relatywnie wysoka dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej (7,7% r/r), do której w znacznym stopniu przyczyniły się podwyżki płac w usługach

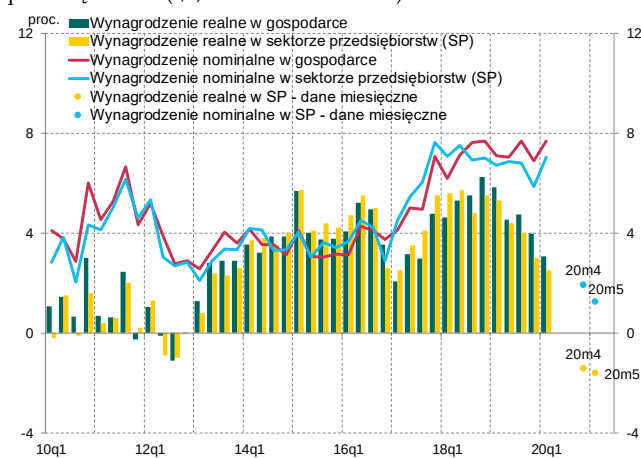
Wykres 2.23 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane odsezonowane i skorygowane przez NBP o wpływ zmiany metodologii GUS w 2012 r. Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych, a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego.

Wykres 2.24 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (r/r; nominalnie i realnie)



Źródło: dane GUS.

Wykres przedstawia dane kwartalne (słupki i linie) oraz dane miesięczne za kwiecień i maj 2020 roku (kropki).

³⁷ Z informacji MRPiPS wynika, że tylko w ramach rozwiązań oferowanych przez tarczę antykryzysową finansowaną przez Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych obniżonym wymiarem czasu pracy objętych jest ponad 1190 tys. osób, tj. 7,2% pracujących ogółem (wg stanu na 2 lipca br.).

³⁸ Dostępne dane o ruchu granicznym wskazują, że w ciągu marca i kwietnia liczba cudzoziemców przebywających w Polsce zmniejszyła się o 223 tys., przy czym największy ubytek dotyczył obywateli Ukrainy. Więcej informacji znajduje się w publikacji *Populacja cudzoziemców w Polsce w czasie COVID-19*, GUS, czerwiec 2020 r.

sektora publicznego. Dane za pierwsze miesiące II kw. br. z sektora przedsiębiorstw wskazują jednak na obniżenie dynamiki płac nominalnych w tym sektorze. W maju br. wyniosła ona 1,2% r/r (wobec 6,3% r/r w marcu br.; Wykres 2.24).

2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

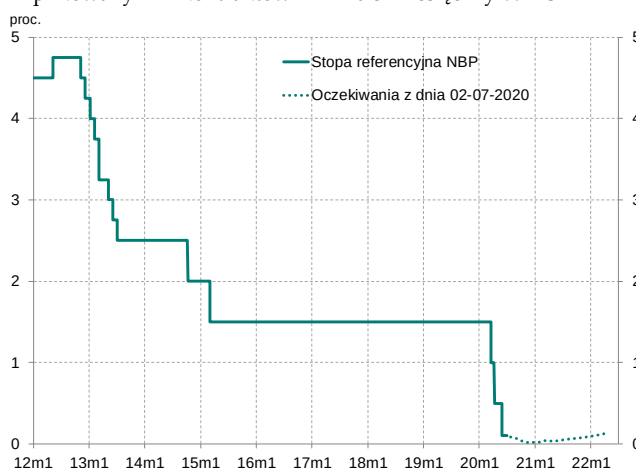
Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej poluzowała politykę pieniężną (por. Ramka 2: *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w reakcji na pandemię COVID-19*). Stopa referencyjna NBP została obniżona do 0,1% (z 1,5% na początku marca br.) oraz uruchomiono skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Uczestnicy rynków finansowych oczekują obecnie, że w najbliższych kwartałach stopy procentowe NBP utrzymane zostaną na obecnym poziomie (Wykres 2.25).

2.5.1 Rynki finansowe

W warunkach spowolnienia aktywności gospodarczej i poluzowania polityki pieniężnej NBP rentowności polskich obligacji skarbowych wyraźnie spadły (Wykres 2.26). Nastąpiło to pomimo utrzymującej się wysokiej awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych, oddziałującej w kierunku okresowych silnych wzrostów rentowności obligacji niektórych gospodarek wschodzących (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). W efekcie w czerwcu 2020 r. rentowność 2-letnich polskich obligacji skarbowych ukształtowała się średnio na poziomie 0,21%, a obligacji 10-letnich na poziomie 1,39%.

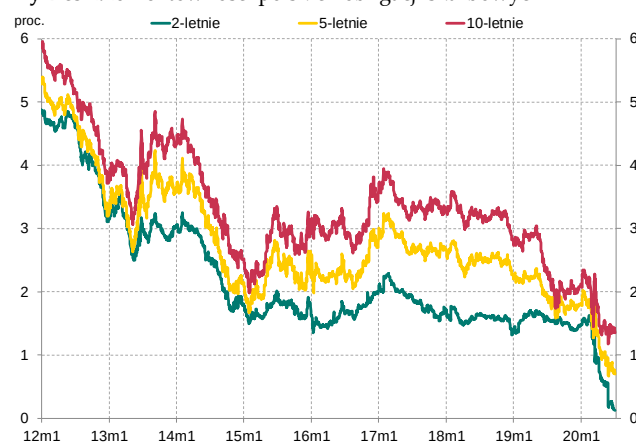
W ślad za załamaniem nastrojów na światowych rynkach finansowych w drugiej połowie lutego i pierwszej połowie marca 2020 r. ceny akcji na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych gwałtownie spadły (Wykres 2.27). W kolejnych miesiącach – w warunkach poprawiających się

Wykres 2.25 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



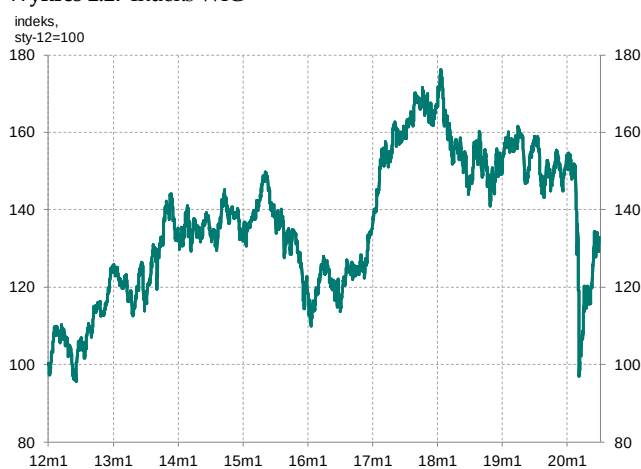
Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.26 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.27 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

stopniowo nastrojów na rynkach światowych i poluzowania krajowej polityki makroekonomicznej – ceny akcji ponownie wzrosły. Jednak w czerwcu 2020 r. wartość indeksu WIG nadal była średnio o około 11% niższa niż w lutym br.

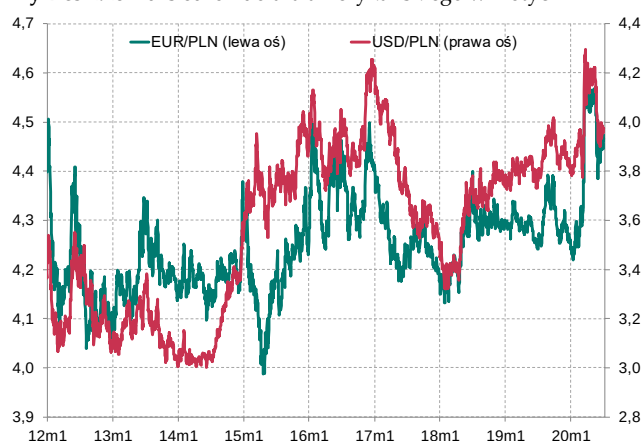
Po osłabieniu do głównych walut w marcu br., w kolejnych miesiącach kurs złotego nieco się umocnił (Wykres 2.28). W czerwcu 2020 r. średni kurs złotego względem euro wyniósł 4,45 (wobec 4,28 średnio w lutym br.), a względem dolara 3,95 (wobec 3,92 średnio w lutym br.). W efekcie skala dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP była ograniczona.

2.5.2 Rynek nieruchomości

Pandemia COVID-19 ograniczyła istotnie działania na rynku mieszkaniowym z uwagi na restrykcje w kontaktach międzyludzkich. Na etapie opracowania *Raportu* konsekwencje pandemii nie były jeszcze jednak odzwierciedlone w dostępnych danych. Dlatego w niniejszym rozdziale zaprezentowana została sytuacja na rynku nieruchomości z uwzględnieniem danych do I kw. br.³⁹

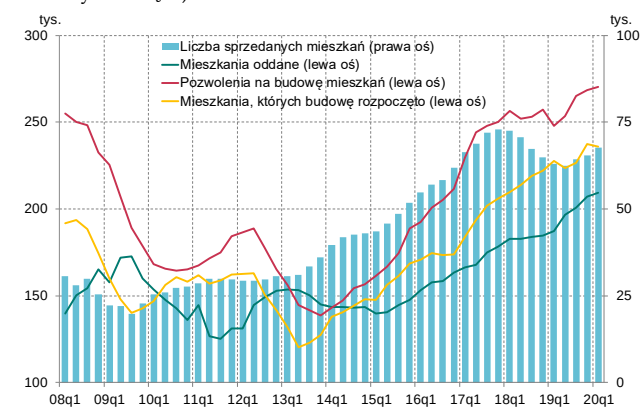
W I kw. br. kontynuowana była wysoka aktywność na rynku mieszkaniowym⁴⁰. Liczba sprzedanych mieszkań na największych rynkach pierwotnych była wyższa w porównaniu do poprzednich okresów (Wykres 2.29). Wysokiemu popytowi na mieszkania towarzyszył wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania, liczby wydanych pozwoleń na budowę mieszkań oraz spadek liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto.

Wykres 2.28 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.29 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, JLL/REAS, obliczenia NBP.

Dane o sprzedaży mieszkań obejmują 6 największych rynków w Polsce (Warszawę, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań i Łódź).

³⁹ Dane zgromadzone w bazie NBP podczas notowania 01.03.2020 r. – 18.04.2020 r. obejmują oferty aktualne w dniu 1 marca 2020 r. oraz transakcje zawarte w okresie grudzień 2019 r. – luty 2020 r. Z uwagi na przesunięcie w czasie zakresu danych transakcyjnych (wg daty sprzedaży), opisywany w niniejszym opracowaniu I kw. 2020 r. nie pokrywa się z kwartałem roku kalendarzowego. Szerzej o badaniu BaRN: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/ankieta.html.

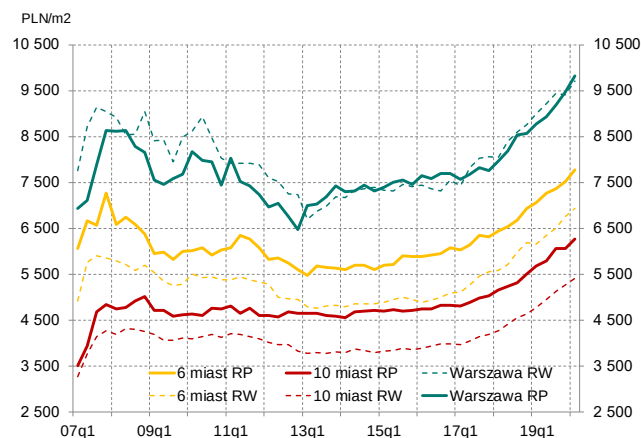
⁴⁰ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2019 r.* NBP, marzec 2020 r.

Do połowy marca 2020 r. popyt na mieszkania był wspierany przez bardzo dobrą sytuację pracowników na rynku pracy oraz stabilne oprocentowanie kredytów hipotecznych. W efekcie, wzrost popytu na mieszkania pozostawał nieznacznie szybszy od wzrostu podaży mieszkań. Według danych NBP w I kw. 2020 r. rosły ceny ofertowe i transakcyjne mieszkań⁴¹, zarówno na rynku pierwotnym (odpowiednio 11,5% i 10,7% r/r), jak i wtórnym (odpowiednio 11,5% i 10,9% r/r; Wykres 2.30). Do wzrostu cen przyczyniał się relatywnie wysoki popyt na mieszkania, ograniczona dostępność pracowników budowlanych i związany z tym wzrost ich wynagrodzeń oraz wzrost cen gruntów i materiałów.

Również na rynku komercyjnym dostępne dane nie pozwalają jeszcze na ocenę wpływu pandemii. Należy pamiętać, że czynsze w obiektach komercyjnych są podpisywane na okres kilku lat, a zerwanie tych kontraktów może wiązać się z karami.

Na rynku nieruchomości biurowych w I kw. 2020 r. utrzymywała się wysoka podaż, czemu sprzyjały wyższe stopy zwrotów z inwestycji w tego typu nieruchomości w Polsce niż za granicą, a także wysoka dostępność finansowania. Do połowy kwartału utrzymywał się też wysoki popyt na wynajem nieruchomości biurowych, przez co stopa pustostanów⁴² w dużych miastach ponownie nieznacznie spadła. W segmencie nieruchomości handlowo-usługowych w I kw. 2020 r., podobnie jak w poprzednich okresach, odnotowano jedynie niewielki przyrost nowych powierzchni.

Wykres 2.30 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie ogółem. Agregat sześciu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, zaś dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

⁴¹ Średnia cena mieszkania (zł/m²) w 16 miastach stolicach województw oraz w Gdyni.

⁴² Stopa pustostanów to udział powierzchni niewynajętej w całej powierzchni przeznaczonej do wynajmu.

Ramka 2: Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w reakcji na pandemię COVID-19

Choć na początku 2020 r. koniunktura w Polsce pozostawała relatywnie dobra, to w połowie marca 2020 r. informacje napływające z gospodarki zaczęły wskazywać, że ze względu na pandemię COVID-19 i działania mające na celu ograniczenie jej rozprzestrzeniania się oraz silny spadek aktywności na świecie, w nadchodzącym okresie nastąpi wyraźne ograniczenie krajowej aktywności gospodarczej.

Jednocześnie informacje napływające od połowy marca br. wskazywały, że słabsza aktywność gospodarcza na świecie, w tym w Polsce, wraz z niższymi cenami surowców na rynkach międzynarodowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*) będą oddziaływały w kierunku obniżenia się inflacji w Polsce. W efekcie wzrosło ryzyko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Dlatego też Narodowy Bank Polski – jako jeden z pierwszych banków centralnych w Europie – wyprzedzająco zareagował na spodziewane pogorszenie sytuacji gospodarczej i już od połowy marca rozpoczął luzowanie polityki pieniężnej.

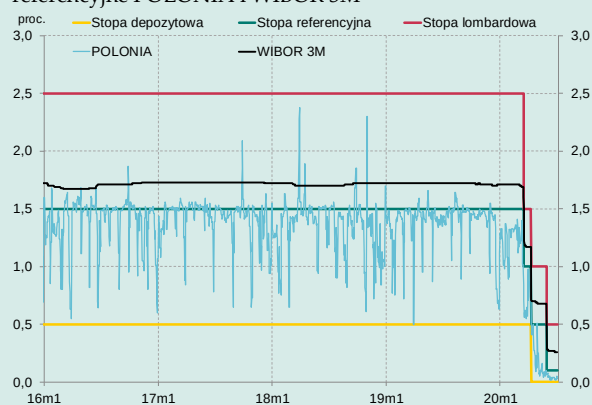
Na trzech posiedzeniach między 17 marca a 28 maja 2020 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopę referencyjną NBP, łącznie o 1,4 pkt proc., do poziomu 0,10%. W omawianym okresie Rada obniżyła także stopę depozytową do 0,00% i stopę lombardową do 0,50% (Wykres R.2.1).

NBP uruchomił także strukturalne operacje otwartego rynku *outright buy* polegające na skupie skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. 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.

Operacje prowadzone przez NBP – podobnie jak w przypadku większości banków centralnych na świecie prowadzących obecnie skup aktywów – nie mają określonej *ex ante* skali (por. Ramka 1 *Polityka pieniężna na świecie w reakcji na pandemię COVID-19*). Ich terminy oraz skala są uzależnione od warunków rynkowych. Dotychczas (tj. do dnia 10 lipca br.) NBP nabył na rynku wtórnym aktywa o wartości nominalnej 101,3 mld zł⁴³, co stanowi 4,5% PKB Polski za 2019 r.⁴⁴

Ponadto w marcu Rada podjęła decyzję o obniżeniu podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej o 3 pkt proc., do poziomu 0,5%. NBP zaoferował również bankom możliwość pozyskania środków w ramach operacji repo oraz refinansowania kredytów udzielonych przedsiębiorstwom przez banki w formie kredytu wekslowego⁴⁵.

Wykres R.2.1 Stopy procentowe NBP oraz stawki referencyjne POLONIA i WIBOR 3M



Źródło: dane Bloomberg.

Uwaga: stawka referencyjna POLONIA wyznaczana jest jako średnia (ważona wolumenem poszczególnych transakcji) oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych zawartych na termin O/N w danym dniu roboczym do godziny 16:30.

⁴³ Wartość nominalna skupionych przez NBP obligacji może być różna od wartości liczonej według ceny zakupu tych obligacji (która wyniosła 106,8 mld zł).

⁴⁴ Oznacza to, że w relacji do PKB, kwota skupu aktywów przez NBP była zbliżona do kwoty skupu aktywów prowadzonego przez EBC w reakcji na pandemię (od początku marca do 3 lipca EBC w ramach prowadzonych programów nabył aktywa warte 4,5% PKB strefy euro; por. Ramka 1 *Polityka pieniężna na świecie w reakcji na pandemię COVID-19*).

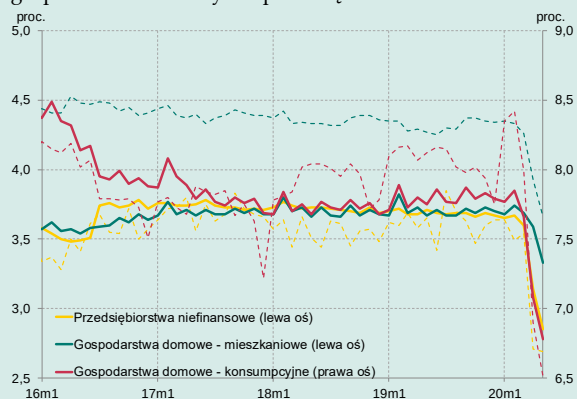
⁴⁵ Oprocentowanie kredytu wekslowego wyznacza stopa dyskontowa weksli, która obecnie wynosi 0,12%. Kredyt może być udzielony maksymalnie na jeden rok.

W efekcie działań NBP koszty finansowania oraz obsługi zadłużenia w polskiej gospodarce uległy istotnemu obniżeniu. W szczególności obniżyły się stopy procentowe na rynku międzybankowym oraz rentowności polskich obligacji skarbowych. Stawka WIBOR 3M – często wykorzystywana jako stawka referencyjna w umowach kredytowych – była w czerwcu 2020 r. średnio o 1,44 pkt proc. niższa niż w lutym br., a więc o wartość bliską skali obniżenia stopy referencyjnej NBP. Średnie oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych było w maju 2020 r. o 1,9 pkt proc. niższe niż w lutym, kredytów mieszkaniowych o 0,7 pkt proc., a kredytów dla przedsiębiorstw o 0,8 pkt proc.⁴⁶ (Wykres R.2.2). Wpływa to na obniżenie rat udzielonych kredytów, wspierając sytuację finansową i nastroje zadłużonych podmiotów gospodarczych. Można szacować, że obniżenie stóp procentowych NBP od marca br. przyczyni się do zmniejszenia kosztów obciążeń gospodarstw domowych i przedsiębiorstw z tytułu odsetek od zaciągniętych kredytów o 6-7 mld zł w skali roku. W tym samym czasie średnie oprocentowanie nowych depozytów bankowych obniżyło się w mniejszym stopniu. W przypadku depozytów gospodarstw domowych spadło o 0,6 pkt proc., a przedsiębiorstw o 0,7 pkt proc.

Poluzowanie polityki pieniężnej przez NBP ogranicza skalę spadku aktywności gospodarczej, w tym spadku zatrudnienia i pogorszenia sytuacji finansowej firm, a jednocześnie przyczynia się do zmniejszenia rat kredytowych. W efekcie oddziałuje ono w kierunku zwiększenia zdolności do obsługi długu przez kredytobiorców i ograniczenia wzrostu odpisów z tytułu utraty wartości portfela kredytowego banków.

W ostatnich miesiącach nastąpił również istotny spadek rentowności obligacji skarbowych wzdłuż całej krzywej dochodowości. Średnie rentowności w czerwcu 2020 r. względem lutego br. obniżyły się o około 1,3 pkt proc. dla obligacji 2-letnich, o około 1,0 pkt proc. dla obligacji 5-letnich i około 0,7 pkt proc. dla obligacji 10-letnich (Wykres R.2.3).

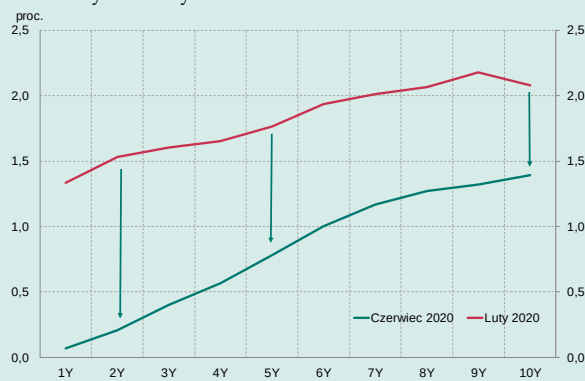
Wykres R.2.2 Średnie oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw



Źródło: dane NBP.

Uwaga: średnie oprocentowanie umów złotych dotyczących kredytów i innych należności banków. Linia ciągła oznaczono średnie oprocentowanie dla stanów danego rodzaju umów, a linią przerywaną – dla umów nowych i renegotiowanych.

Wykres R.2.3 Krzywa rentowności polskich obligacji skarbowych w lutym i czerwcu 2020 r.



Źródło: dane Bloomberg.

Uwaga: średnie rentowności obligacji o okresie do zapadalności wynoszącym od 1 do 10 lat w lutym i czerwcu 2020 r.

W rezultacie – pomimo istotnego wzrostu potrzeb pożyczkowych rządu w związku z działaniami fiskalnymi mającymi na celu ograniczenie skutków pandemii – warunki finansowania na rynku obligacji skarbowych

⁴⁶ Średnie oprocentowanie stanów kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych obniżyło się w tym okresie o 1,1 pkt proc., kredytów mieszkaniowych o 0,4 pkt proc., a kredytów dla przedsiębiorstw o 0,8 pkt proc. Zmiany stawek rynku międzybankowego z opóźnieniem są odzwierciedlane w bieżącym oprocentowaniu istniejących kredytów, stąd przełożenie obniżek stóp procentowych NBP na średnie oprocentowanie kredytów w gospodarce będzie stopniowe. Należy przy tym pamiętać, że wpływ zmian stóp procentowych NBP na warunki udzielanych przez banki kredytów, w tym ich oprocentowanie, jest pośredni i ograniczony. Warunki te zależą bowiem także od wielu innych czynników, w tym pozostających poza oddziaływaniem banku centralnego, takich jak np. poziom konkurencji w sektorze bankowym, oczekiwania dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej, wiarygodność kredytowa pożyczkobiorcy lub przedmiot zabezpieczenia kredytu, wymogi regulacyjne i inne czynniki.

zostały złagodzone oraz zapewniona została płynność na rynku obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa. Obniżenie rentowności obligacji Skarbu Państwa będzie oddziaływać w kierunku niższych kosztów obsługi długu publicznego. Ponadto, biorąc pod uwagę, że rentowności obligacji skarbowych wpływają bezpośrednio lub pośrednio na koszt finansowania wszystkich sektorów – w tym na marże i oprocentowanie kredytów w bankach – złagodzenie warunków finansowych na tym rynku przeciwdziała tzw. procyklicznemu zacieśnieniu warunków finansowania dla wszystkich podmiotów w gospodarce.

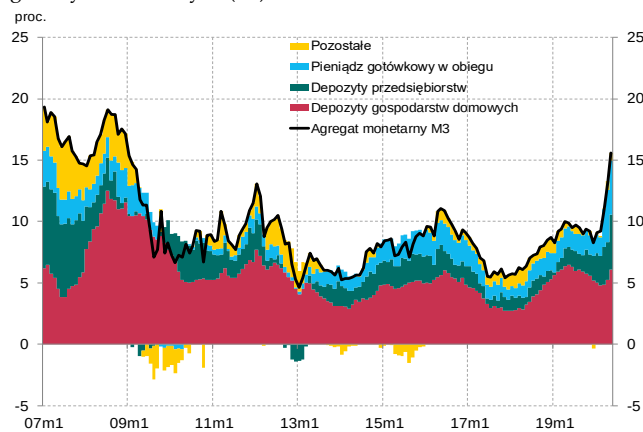
Poluzowanie polityki pieniężnej NBP dokonane w ostatnich miesiącach łagodzi negatywne skutki pandemii, ograniczając skalę spadku aktywności gospodarczej oraz wspierając dochody gospodarstw domowych i firm. W efekcie przyczynia się do ograniczenia spadku zatrudnienia oraz pogorszenia się sytuacji finansowej 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.

2.6 Pieniądz i kredyt⁴⁷

Od publikacji poprzedniego *Raportu* dynamika agregatu M3 w gospodarce wzrosła (w maju br. wyniosła 15,6% r/r w porównaniu z 9,2% r/r w lutym br.; Wykres 2.31). W szczególności nastąpił przejściowo istotny wzrost wypłat gotówki przez klientów obawiających się wprowadzenia restrykcji sanitarnych i w efekcie utrudnionego dostępu do środków zgromadzonych na kontach⁴⁸. W marcu i kwietniu br. wartość gotówki w obiegu (poza kasami banków) wzrosła odpowiednio o 26,3 mld zł m/m i 20,2 mld zł m/m. W maju br. sytuacja się ustabilizowała i miesięczny przyrost wartości gotówki w obiegu był już znacznie mniejszy i wyniósł 6,3 mld zł. Od publikacji poprzedniego *Raportu* wzrosła również dynamika depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych⁴⁹. Wśród czynników kreacji pieniądza największy udział w dynamice agregatu M3 miał wzrost zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego (Wykres 2.32).

Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych obniżyła się do 3,9% r/r w maju br. (z 6,0% r/r w

Wykres 2.31 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje depozyty niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji samorządowych, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu pomiędzy bankami a sektorem niebankowym oraz emitowane przez banki dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie).

⁴⁷ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

⁴⁸ Por. *Raport o stabilności systemu finansowego. Wydanie specjalne: skutki pandemii COVID-19*, NBP, czerwiec 2020 r.

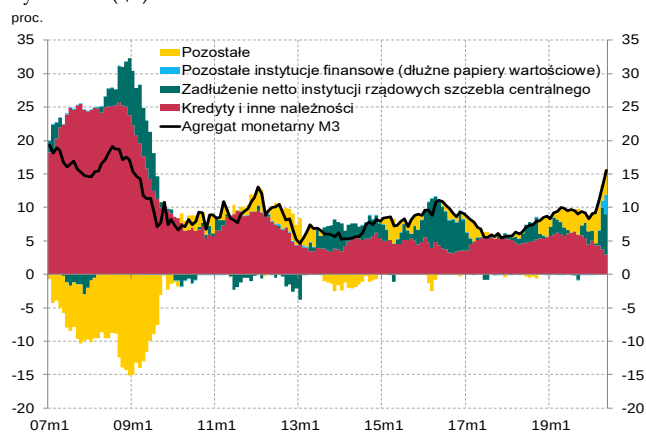
⁴⁹ Dynamika depozytów przedsiębiorstw wyniosła 23,6% r/r w maju br. wobec 12,9% r/r w lutym br. Z kolei dynamika depozytów gospodarstw domowych przyspieszyła do 10,8% r/r w maju z 8,4% r/r w lutym br. W kierunku wzrostu dynamiki depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oddziaływały transfery przeprowadzane w ramach pomocy antykryzysowej państwa.

lutym br.; Wykres 2.33). Złożyło się na to spowolnienie tempa wzrostu kredytów konsumpcyjnych (do 3,5% r/r w maju br. z 8,7% r/r w lutym br.) i stabilizacja dynamiki kredytów mieszkaniowych (6,3% r/r wobec 6,4% r/r, odpowiednio). Do przyrostu kredytów mieszkaniowych w maju br. przyczynił się wzrost kredytów złotych (o 12,2% r/r), przy dalszym spadku wartość portfela walutowych kredytów mieszkaniowych (-7,7% r/r). Dane Biura Informacji Kredytowej (BIK) oraz dane ankietowe NBP⁵⁰ wskazują na silny spadek popytu na kredyty dla gospodarstw domowych. W marcu i kwietniu br.⁵¹ wyraźnie zmniejszyła się – w porównaniu do tych samych miesięcy rok wcześniej – średnia tygodniowa liczba zapytań o kredyty ratalne i gotówkowe. Nastąpił również spadek wartości zapytań o kredyty mieszkaniowe⁵².

Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw spowolniła w maju br. do 1,5% r/r z 2,4% r/r w lutym br.; Wykres 2.34). Złożyły się na to wyższe tempo wzrostu kredytów o charakterze inwestycyjnym (5,9% r/r wobec 4,9% r/r w lutym br.) oraz ujemna dynamika kredytów o charakterze bieżącym (-2,2% r/r w porównaniu z 2,1% r/r w lutym br.). Jednocześnie, zgodnie z wynikami badań ankietowych w II kw. br. odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt bankowy pozostał niższy niż w 2019 r.⁵³.

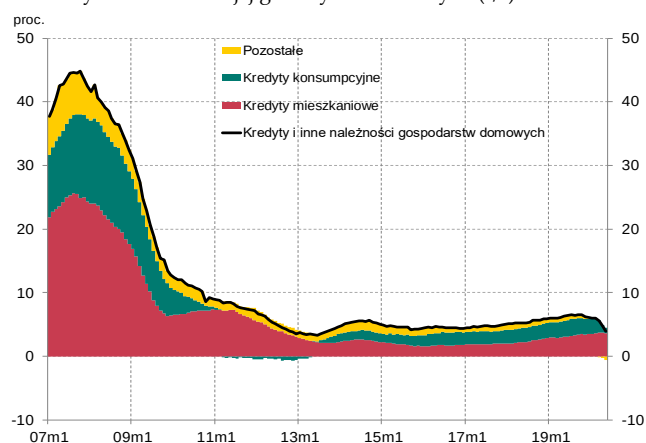
Ze względu na wzrost niepewności i ryzyka kredytowego w I kw. br. banki zaostrzyły kryteria i warunki udzielania kredytów zarówno w odniesieniu do przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych i zapowiedziały dalsze zacieśnienie polityki kredytowej w II kw. br.⁵⁴. Obniżki stóp procentowych NBP dokonane od marca do maja br. przyczyniły się natomiast do obniżenia

Wykres 2.32 Główne czynniki kreacji pieniądza M3 - dynamika (r/r)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.33 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria Pozostałe obejmuje kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych, kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych oraz rolników indywidualnych oraz inne należności.

⁵⁰ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2020 r., NBP, kwiecień 2020 r.

⁵¹ <https://media.bik.pl/informacje-prasowe/511206/bik-popyt-na-kredyty-a-scenariusze-wyjscia-z-kryzysu-pandemicznego>

⁵² <https://media.bik.pl/informacje-prasowe/520904/bik-indeks-popytu-na-kredyty-mieszkaniowe-wyniosl-w-maju-2020-r-24-2>

⁵³ W II kw. 2020 r. odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt wyniósł 15,4%, a w I kw. br. 15,5%. W 2019 r. kształtował się średnio na poziomie 16,9% (dane ankietowe NBP).

⁵⁴ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2020 r., NBP, kwiecień 2020 r.

oprocentowania kredytów (por. *Ramka 2: Polityka pieniężna NBP w reakcji na pandemię COVID-19*)⁵⁵.

Jednocześnie większość banków zaoferowała obecnym kredytobiorcom czasowe zawieszenie spłat rat kredytów⁵⁶.

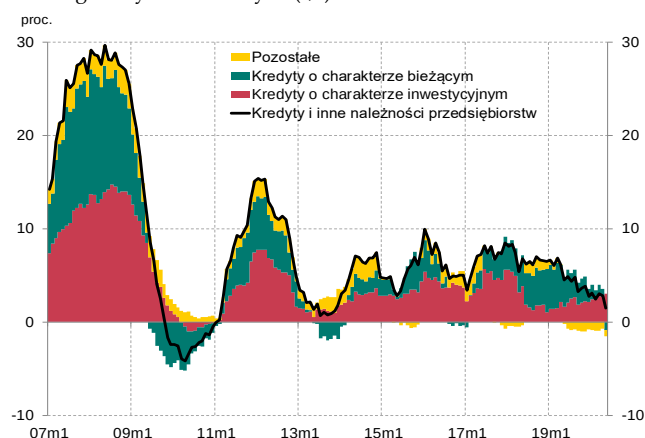
2.7 Bilans płatniczy

W I kw. 2020 r. saldo obrotów bieżących wzrosło do 1,3% PKB (wobec 0,5% PKB w IV kw. ub.r.⁵⁷; Wykres 2.35). Do wzrostu salda przyczyniło się przede wszystkim wyższe saldo dochodów pierwotnych, związane ze spadkiem dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce. W kierunku wzrostu salda oddziaływały również wyższe niż przed rokiem salda obrotów towarowych i usług.

Wstępne dane za kwiecień br. pokazują, że saldo obrotów bieżących pozostało dodatnie i wyższe niż rok wcześniej. W kwietniu br. eksport towarów obniżył się o 24,9% r/r, natomiast import spadł o 23,9% r/r (por. rozdział *Handel zagraniczny*)⁵⁸. Nastąpił również silny spadek przychodów i rozchodów z tytułu eksportu i importu usług (odpowiednio o 37,0% r/r i o 40,5% r/r). Szczególnie silnie zmniejszyły się obroty w zakresie podróży zagranicznych i usług transportowych. Jednocześnie saldo dochodów pierwotnych poprawiło się i było o ponad 9 mld zł wyższe niż przed rokiem.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym w I kw. br. wzrosła do 2,3% PKB (wobec 2,0% PKB w IV kw. ub.r.), a łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego zwiększyło się do 3,5% PKB (wobec

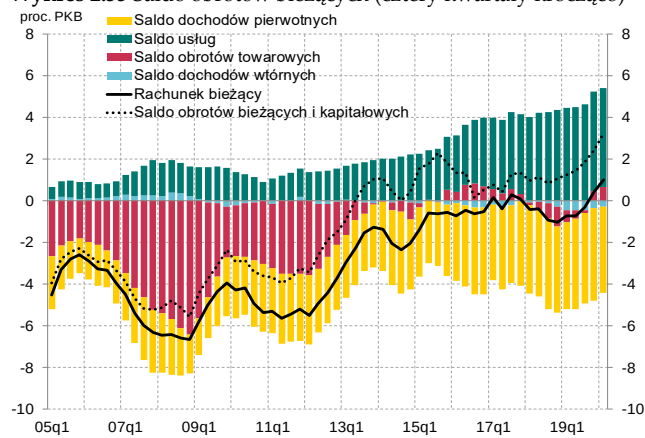
Wykres 2.34 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Kredyty o charakterze inwestycyjnym* obejmuje kredyty inwestycyjne oraz kredyty na nieruchomości. Do kategorii *Pozostałe* zaliczane są m.in. kredyty samochodowe, kredyty na zakup papierów wartościowych oraz inne należności.

Wykres 2.35 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

⁵⁵ Jednocześnie, zgodnie z rekomendacją Komitetu Stabilności Finansowej działającego w formule makroostrożnościowej, 18 marca 2020 r. Minister Finansów wydał rozporządzenie zwalniające banki z utrzymywania bufora ryzyka systemowego. W efekcie tej decyzji w bankach uwolniony został zasób ok. 30 mld zł kapitału (por. *Raport o stabilności systemu finansowego. Wydanie specjalne: skutki pandemii COVID-19*, NBP, czerwiec 2020 r.).

⁵⁶ Według danych BIK (stan na 25 maja br.) zawieszeniem objęte było 8,3% wartości portfela kredytów dla klientów indywidualnych i 26% wartości portfela kredytów dla mikroprzedsiębiorców. <https://media.bik.pl/informacje-prasowe/518015/bik-raportuje-strukture-zawieszenia-odroczenia-splaty-rat-kredytowych>.

⁵⁷ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

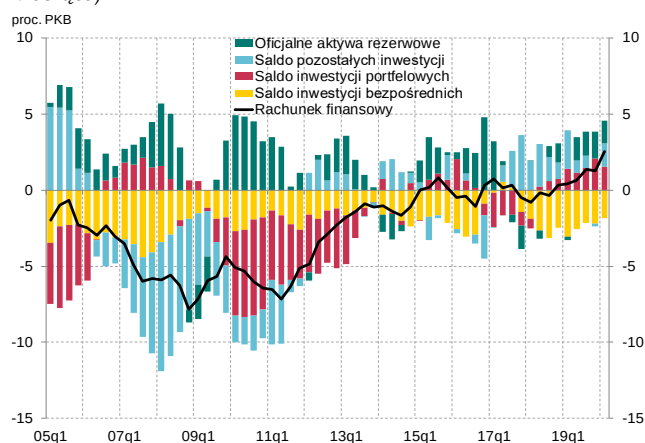
⁵⁸ Spadek wymiany handlowej odnotowano już pod koniec I kw. br. W marcu br. dynamika eksportu towarów wyniosła -4,6% r/r, a dynamika importu -1,4% r/r. Z kolei dynamika przychodów z tytułu eksportu usług wyniosła -7,8% r/r, a rozchodów z tytułu importu usług -12,0% r/r.

2,5% w IV kw. ub.r.). Dane szacunkowe za kwiecień wskazują na dalszy wzrost salda na obu rachunkach.

W I kw. br. saldo rachunku finansowego zwiększyło się do 3,0% PKB (wobec 1,7% PKB w IV kw. ub.r.; Wykres 2.36), a dane szacunkowe za kwiecień wskazują na dalszy wzrost tego salda.⁵⁹

Wskaźniki dotyczące równowagi zewnętrznej w I kw. br. wskazywały na wysoki stopień zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.3). Poziom zadłużenia zagranicznego Polski do PKB pozostawał niższy niż w poprzednich latach, a relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB wyraźnie się poprawiła.

Wykres 2.36 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski).

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w proc., o ile nie zaznaczono inaczej)

	2018				2019				2020
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	-0,4	-0,4	-0,9	-1,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,4	1,0
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	0,9	1,1	0,8	1,1	1,2	1,4	1,8	2,4	3,2
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,9	3,8	3,5	3,4	3,9	4,1	4,5	5,2	5,4
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	4,8	4,7	4,6	4,8	4,6	4,6	5,0	5,1	5,2
Zadłużenie zagr./PKB	67	67	65	64	62	61	61	59	59
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-59	-57	-57	-56	-55	-54	-52	-50	-46
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku plus prognozowane saldo obrotów bieżących	102	98	98	115	114	123	148	165	166
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	106	102	99	112	108	105	111	118	118

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

⁵⁹ Do wzrostu salda rachunku finansowego przyczynił się przede wszystkim wzrost salda pozostałych inwestycji na skutek przyrostu aktywów polskiego sektora bankowego oraz spadku zobowiązań NBP, głównie z tytułu pasywnych transakcji repo. W kierunku wzrostu salda oddziaływało również obniżenie się pasywów w inwestycjach bezpośrednich, do czego przyczyniły się niższe niż przed rokiem reinwestowane zyski. Z kolei w kierunku zmniejszenia salda rachunku finansowego oddziaływało niższe niż przed rokiem saldo inwestycji portfelowych, spowodowane zmniejszonym zaangażowaniem rezydentów w zagraniczne papiery wartościowe, jak również ujemne saldo oficjalnych aktywów rezerwowych. Dalszy wzrost salda w kwietniu br. wynikał przede wszystkim ze znaczącego spadku zobowiązań z tytułu dłużnych papierów wartościowych (wskutek wykupienia przez Skarb Państwa od nierezydentów, zgodnie z terminem zapadalności, obligacji nominowanych w euro, jak również ze sprzedaży przez nierezydentów obligacji denominowanych w złotym).

3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2020 r.

Na posiedzeniu 3-4 marca 2020 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Na posiedzeniu 17 marca 2020 r. Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,5 pkt proc., tj. do poziomu 1,00% oraz ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 1,50%; stopa depozytowa 0,50%; stopa redyskonta weksli 1,05%; stopa dyskonta weksli 1,10%.

Na posiedzeniu 8 kwietnia 2020 r. Rada podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc., tj. do poziomu: stopa referencyjna 0,50%; stopa lombardowa 1,00%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,55%; stopa dyskontowa weksli 0,60%.

Na posiedzeniu 28 maja 2020 r. Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,40 pkt proc., tj. do poziomu 0,10%, oraz ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Na posiedzeniach 16 czerwca oraz 14 lipca Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od marca do czerwca br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 marca 2020 r.

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę na pogorszenie koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. W strefie euro, wraz z trwającą recesją w sektorze przemysłowym, obniżyło się roczne tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. W szczególności słaba pozostawała koniunktura w największych krajach tej gospodarki: w Niemczech kwartalna dynamika PKB wyniosła zero, a we Francji i Włoszech była ujemna. W Stanach Zjednoczonych tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. pozostało stabilne, pomimo osłabionej aktywności w przemyśle, jednak na początku 2020 r. doszło w tej gospodarce do pewnego

pogorszenia koniunktury. Zwracano uwagę na wyraźne spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w Chinach na początku br.

Członkowie Rady oceniali, że w ostatnim czasie ze względu na rozprzestrzenianie się koronawirusa istotnie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw światowego wzrostu gospodarczego. W Chinach wstrzymana została produkcja w pewnych przedsiębiorstwach, w efekcie czego nastąpiło przerwanie części tzw. globalnych łańcuchów dostaw, a niektóre globalne firmy zawiesiły produkcję. Jednocześnie w wielu krajach spadł popyt na usługi turystyczne i transportowe. W tych warunkach prognozy wzrostu gospodarczego na świecie zostały obniżone oraz wyraźnie pogorszyły się nastroje na

globalnych rynkach finansowych. Nastąpił silny spadek cen akcji oraz obniżyły się rentowności obligacji skarbowych.

Członkowie Rady zwracali uwagę na wyraźny spadek cen ropy naftowej oraz cen skroplonego gazu ziemnego. Podkreślano jednak, że ceny wielu surowców żywnościowych utrzymały się na wysokim poziomie. W efekcie inflacja w gospodarce światowej, w tym w otoczeniu polskiej gospodarki, w ostatnich miesiącach wzrosła.

Ze względu na pogorszenie perspektyw koniunktury część banków centralnych obniżyło stopy procentowe lub zapowiedziało złagodzenie polityki pieniężnej. W szczególności stopy procentowe obniżyła Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed). Podkreślano, że Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Członkowie Rady zwracali uwagę, że rynki finansowej oczekują luzowania polityki pieniężnej przez EBC i dalszego obniżenia stóp procentowych przez Fed.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że możliwość przeciwdziałania gospodarczym skutkom koronawirusa poprzez luzowanie polityki pieniężnej jest ograniczona. W ich opinii wynika to częściowo z podażowego charakteru tego szoku oraz wysokiej niepewności gospodarczej, która mu towarzyszy. Członkowie ci wskazywali przy tym na ograniczoną przestrzeń do dalszego obniżania stóp procentowych w części gospodarek. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że obniżki stóp procentowych w wielu gospodarkach będą przeciwdziałać pogorszeniu się nastrojów oraz łagodzić skutki strat gospodarczych, a tym samym będą prowadzić do wsparcia koniunktury w dłuższym okresie.

Członkowie Rady oceniali, że w Polsce koniunktura pozostawała dobra mimo obniżania się tempa wzrostu gospodarczego. W IV kw. 2019 r. wzrost realnego PKB wyniósł 3,2% r/r. Pozytywnie na wzrost gospodarczy oddziaływał systematyczny – choć wolniejszy niż we wcześniejszych kwartałach – wzrost konsumpcji, wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy, dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Zwracano uwagę, że następował dalszy wzrost inwestycji, a wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie się dynamiki popytu krajowego poniżej wieloletniej średniej.

Część członków Rady oceniała, że dane, które napłynęły na początku br. sugerują, że wzrost PKB w I kw. br. może być niższy niż w poprzednich latach. Wskazuje na to umiarkowany wzrost produkcji przemysłowej, obniżenie się dynamiki sprzedaży detalicznej oraz nieco gorsze – choć wciąż optymistyczne – nastroje gospodarstw domowych. Członkowie ci podkreślali jednak, że w styczniu dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła, co mogło częściowo wynikać z korzystnych warunków pogodowych w tym miesiącu. Dyskutując na temat bieżących danych niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się wskaźnika PMI poniżej 50 punktów oraz na pogorszenie się części innych wskaźników koniunktury.

Wskazywano, że na rynku pracy sytuacja pozostaje korzystna, choć dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach nieco się obniżyła. Natomiast dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw nieznacznie wzrosła w styczniu br. (co mogło częściowo wynikać z podwyższenia płacy minimalnej), jednak pozostała zbliżona do poziomu obserwowanego w poprzednich dwóch latach. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że pewien wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego w ostatnich miesiącach może

sygnałizować pogorszenie się perspektyw rynku pracy.

Według wstępnych danych GUS inflacja w styczniu 2020 r. wzrosła powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Większość członków Rady podkreślała, że do wzrostu inflacji powyżej celu NBP przyczyniły się czynniki regulacyjne i podażowe pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. W szczególności obejmowały one wzrost cen energii elektrycznej, wyższe ceny paliw, wzrost opłat za wywóz śmieci, podwyższenie akcyzy na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe, a także dalszy wzrost cen żywności nieprzetworzonej w związku z rozprzestrzenianiem się epidemii afrykańskiego pomoru świń w wielu krajach oraz ubiegłoroczną suszą. Podkreślano, że w kierunku wzrostu cen oddziaływały także czynniki popytowe związane z korzystną sytuacją finansową gospodarstw domowych, jednak same w sobie nie powodowały one przekroczenia celu inflacyjnego. Zwracano uwagę, że dynamika cen towarów nieżywnościowych i usług rynkowych – a więc tych cen, które kształtują się w dużym stopniu pod wpływem popytu, a nie pod wpływem czynników regulacyjnych i szoków podażowych – nie przekracza 2,5% r/r.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie wzrosły niektóre miary oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Większość członków Rady była jednak zdania, że wzrost ten należy wiązać z adaptacyjnym charakterem tych oczekiwań i wzrostem bieżącej inflacji. Podkreślano przy tym, że średniookresowe oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych pozostają zakotwiczone na poziomie celu inflacyjnego.

Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost inflacji nie wynika z nadmiernego wzrostu akcji kredytowej. Członkowie ci podkreślali, że łączna dynamika kredytu dla sektora niefinansowego obniżyła się w ostatnich miesiącach i pozostaje

niższa od tempa wzrostu nominalnego PKB. Zwracali oni również uwagę na obniżenie się dynamiki kredytu konsumpcyjnego oraz wciąż umiarkowaną dynamikę kredytów mieszkaniowych. Podkreślali również, że dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje niska, co – według niektórych członków Rady – może wynikać z faktu, że firmy finansują swoją aktywność z innych źródeł niż kredyt.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wzrost inflacji oddziałuje w kierunku obniżenia realnych stóp procentowych, co przyczynia się do szybkiego – ich zdaniem – wzrostu kredytu, a także do wzrostu popytu na bardziej ryzykowne aktywa i nieruchomości. Część członków Rady podkreślała natomiast, że niższe niż w przeszłości realne stopy procentowe są obecnie typowe dla wielu gospodarek na świecie. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że obniżenie się realnych stóp procentowych wynika przede wszystkim z oddziaływania negatywnych szoków podażowych, które zmniejszają realne dochody gospodarstw domowych i ich zdolność do obsługi kredytów. Dlatego też szoki te oddziałują w kierunku ograniczenia akcji kredytowej w gospodarce. Sytuacja jest zatem odmienna niż w przypadku, gdy realne stopy procentowe obniżają się wskutek wzrostu cen związanego z nadmiernym popytem w gospodarce.

Omawiając wyniki marcowej projekcji, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie ze ścieżką centralną dynamika PKB w 2020 oraz 2021 r. pozostanie zbliżona do 3%. Wzrost gospodarczy ma być nadal wspierany przede wszystkim przez konsumpcję, choć jej dynamika będzie niższa niż w poprzednich latach ze względu na oczekiwane obniżenie się dynamiki płac oraz prognozowany w 2021 r. spadek liczby pracujących. Jednocześnie wskazywano, że wzrost inwestycji w horyzoncie projekcji może spowolnić, ze względu na niższą dynamikę absorpcji środków unijnych. Podkreślano również, że dynamika eksportu

może być niższa niż w poprzednich latach. Członkowie Rady byli zdania, że w tych warunkach dynamika PKB w kolejnych kwartałach prawdopodobnie będzie się utrzymywać poniżej swojej wieloletniej średniej.

Zwracano uwagę, że ryzyka dla prognozowanego wzrostu PKB w Polsce są skierowane w dół. Głównym źródłem ryzyka jest dalsze rozprzestrzenianie się koronawirusa, które może doprowadzić do silniejszego spadku dynamiki aktywności gospodarczej w najbliższym otoczeniu Polski i – w efekcie – głębszego osłabienia dynamiki eksportu. Jednocześnie dalsze rozprzestrzenianie się koronawirusa może prowadzić do pogorszenia się nastrojów krajowych przedsiębiorstw oraz konsumentów.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ścieżka centralna marcowej projekcji inflacji wskazuje na możliwość kształtowania się dynamiki cen w bieżącym roku nieco powyżej górnej granicy odchyień od celu ze względu na oddziaływanie czynników o charakterze podażowym i regulacyjnym. Większość członków Rady podkreślała jednak, że wraz z wygaśnięciem wpływu tych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem tempa wzrostu PKB i obniżeniem luki popytowej inflacja w przyszłym roku powróci w pobliżu celu inflacyjnego. Czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia się inflacji będzie także obserwowany ostatnio na rynkach światowych spadek cen ropy naftowej. Zwracano w tym kontekście uwagę, że na kształtowanie się inflacji w pobliżu celu inflacyjnego w 2021 r. wskazuje nie tylko ścieżka centralna marcowej projekcji, ale również zewnętrzne prognozy.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że inflacja – zgodnie z centralną ścieżką projekcji – w kolejnych kwartałach będzie nadal przekraczać cel inflacyjny, w tym przejściowo również górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Członkowi ci wskazywali, że w kierunku wyższej inflacji będzie oddziaływać wysoka – w ich opinii – dynamika jednostkowych

kosztów pracy. Wskazywano także, że utrzymuje się niepewność dotycząca dalszego kształtowania się cen energii i żywności nieprzetworzonej. Podkreślano, że przerwanie globalnych łańcuchów dostaw wskutek rozprzestrzeniania się koronawirusa może również oddziaływać proinflacyjnie.

Większość członków Rady uznała, że na obecnym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie niższa niż w poprzednich latach. Jednocześnie Rada oceniła, że w ostatnim czasie zwiększyła się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Większość członków Rady podkreślała, że choć w najbliższych kwartałach roczny wskaźnik inflacji może utrzymywać się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, to będzie to wynikać z oddziaływania czynników o charakterze podażowym i regulacyjnym, a więc pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. W opinii tych członków Rady, wraz z wygaśnięciem wpływu tych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem tempa wzrostu PKB, inflacja będzie się obniżać, a w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej dynamika cen będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Taką ocenę wspierają wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB.

Członkowie Rady wskazywali, że ze względu na wzrost niepewności dotyczącej perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego i dalszego kształtowania się koniunktury i inflacji w Polsce, w ostatnim czasie wzrosła jednak niepewność dotycząca dalszego kształtowania się stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej może być wyższa niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że takie ryzyko jest

związane z możliwą uporczywością części czynników podwyższających obecnie dynamikę cen. Członkowie ci oceniali jednak, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione na obecnym posiedzeniu Rady ze względu na wzrost niepewności dotyczącej dalszej sytuacji gospodarczej na świecie i jej przełożenia się na koniunkturę i inflację w Polsce.

Inni członkowie Rady zaznaczali z kolei, że w ostatnim czasie nadal rośnie ryzyko silniejszego i bardziej trwałego osłabienia globalnej koniunktury, a jednocześnie pojawiły się kolejne sygnały wskazujące na przekładanie się słabej koniunktury na świecie na wzrost gospodarczy w Polsce. W tym kontekście członkowie ci wskazywali na dodatkowe ryzyka związane z rozprzestrzenianiem się koronawirusa. Jednocześnie członkowie ci oceniali, że w średnim okresie inflacja będzie zgodna z celem NBP. W efekcie podtrzymano opinię, że uzasadnione jest już obecnie obniżenie stóp procentowych NBP, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że ocena dotycząca ewentualnej zasadności poluzowania polityki pieniężnej w przyszłości będzie możliwa, gdy będą napływały kolejne informacje dotyczące sytuacji w gospodarce światowej i krajowej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r.

Dyskutując na temat bieżącej sytuacji gospodarczej członkowie Rady zwracali uwagę,

że wskutek pandemii COVID-19 oraz działań podejmowanych przez wiele państw zmierzających do ograniczenia jej dalszego rozprzestrzeniania się, koniunktura w gospodarce światowej istotnie się osłabiła. W szczególności wyraźnie spowolniła dynamika aktywności gospodarczej w sektorze usług, pogorszyły się nastroje konsumentów, a wiele firm na świecie czasowo wstrzymało produkcję.

W tych warunkach silnie wzrosła też niepewność dotycząca perspektyw wzrostu PKB w gospodarce światowej oraz nastąpiło wyraźne pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych. Silnie spadły ceny wielu surowców, w tym ropy naftowej, oraz nastąpiła deprecjacja walut części gospodarek wschodzących.

Wskazywano, że choć wedle oficjalnych danych w Chinach rozprzestrzenianie się epidemii koronawirusa wygasa, w ślad za czym aktywność w tej gospodarce powinna być stopniowo przywracana, to epidemia rozprzestrzenia się w wielu innych krajach. W efekcie silnie obniżane są prognozy aktywności dla gospodarki światowej, a w strefie euro prawdopodobna jest recesja w bieżącym roku. Oceniano, że w dalszej perspektywie – zgodnie z aktualnymi prognozami – powinna nastąpić poprawa koniunktury, jednak jej tempo będzie zależało od skuteczności działań hamujących epidemię, a także wpływu zaburzeń na dochody i nastroje podmiotów gospodarczych w dłuższym okresie.

W celu ograniczenia negatywnych gospodarczych skutków pandemii wiele państw wprowadza bądź zapowiada wprowadzenie silnie stymulacyjnych działań po stronie polityki fiskalnej. Jednocześnie wiele banków centralnych na świecie, zarówno z gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących, obniża stopy procentowe, wprowadza bądź rozszerza programy skupu aktywów finansowych lub zwiększa płynność sektora bankowego.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych obniżyła stopy procentowe w pobliże zera, ponownie uruchomiła skup aktywów oraz zwiększyła skalę płynności na rynku finansowym. Europejski Bank Centralny, ze względu na trwale ujemny poziom stóp procentowych, nie obniżył stóp procentowych, ale poluzował warunki monetarne poprzez istotne zwiększenie skali skupu aktywów oraz operacji zasilających banki w płynność. Jednocześnie wiele innych banków centralnych poluzowało politykę pieniężną.

Działania banków centralnych na świecie – poprzez wsparcie płynnościowe dla gospodarki, a także obniżenie kosztów obsługi zadłużenia – będą ograniczać negatywne gospodarcze skutki pandemii. Większość członków Rady oceniła, że złagodzenie polityki pieniężnej na świecie będzie oddziaływać w kierunku poprawy sytuacji finansowej oraz nastrojów podmiotów gospodarczych. Zwracano także uwagę, że będzie ono oddziaływać w kierunku niższych rentowności obligacji skarbowych, co zwiększy przestrzeń fiskalną niezbędną do sfinansowania działań związanych z epidemią oraz pakietami stymulacyjnymi. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że skuteczność części działań banków centralnych we wspieraniu koniunktury gospodarczej będzie w krótkim okresie ograniczona ze względu na podażowy charakter obecnych wstrząsów.

W Polsce koniunktura w pierwszych miesiącach bieżącego roku była relatywnie dobra, choć dane wskazywały na stopniowe obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego. Jednak rozprzestrzenianie się koronawirusa przyczyniło się do pogorszenia nastrojów gospodarczych, a wprowadzane restrykcje dotyczące działalności części sektorów, w tym sektora usług, przyczynią się do ograniczenia aktywności gospodarczej. Członkowie Rady zwracali uwagę, że epidemia koronawirusa będzie oddziaływała w kierunku ograniczenia popytu i podaży wielu usług, a także – poprzez obniżenie dochodów – zmniejszy popyt

na znaczną część towarów niebędących dobrami pierwszej potrzeby. Jednocześnie w kierunku niższej aktywności gospodarczej będzie oddziaływało obniżenie się popytu zagranicznego. Członkowie Rady zwracali również uwagę na podażowe konsekwencje rozprzestrzeniania się koronawirusa, w tym na przerwanie części łańcuchów dostaw oraz zmniejszenie liczby pracowników ze względu na konieczność pozostania w domach.

Członkowie Rady zwracali także uwagę na wysoką niepewność dotyczącą dalszego kształtowania się koniunktury w Polsce. Podkreślano, że obecne prognozy sugerują silne obniżenie dynamiki PKB w krótkim okresie. Oceniano, że w średnim okresie można oczekiwać poprawy koniunktury, jednak dynamika aktywności gospodarczej zależeć będzie przede wszystkim od skali, zasięgu i czasu trwania pandemii.

Według danych GUS inflacja w lutym 2020 r. wyniosła 4,7% r/r. Wskazywano, że w kolejnych miesiącach inflacja najprawdopodobniej wyraźnie się obniży. Sprzyjać temu będzie oczekiwany spadek cen wielu usług, które pozostają najbardziej narażone na spadek popytu w obecnych warunkach gospodarczych. Jednocześnie można oczekiwać obniżenia się dynamiki cen dóbr trwałych. W efekcie również inflacja bazowa istotnie spadnie. Podkreślano, że silne obniżenie się cen surowców na rynkach światowych, w tym ropy naftowej, będzie dodatkowym istotnym czynnikiem przyczyniającym się do spadku dynamiki cen w kolejnych kwartałach. Biorąc to pod uwagę większość członków Rady oceniła, że w ostatnim okresie wzrosło prawdopodobieństwo szybszego niż oczekiwano w marcowej projekcji obniżenia się inflacji w bieżącym roku oraz kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obecne wstrząsy makroekonomiczne mają także

charakter podaży, co może hamować obniżanie się inflacji, chociaż mogą wzmocnić presję na wzrost cen dóbr pierwszej potrzeby.

Większość członków Rady oceniała, że na obecnym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone. Członkowie ci byli zdania, że obniżka stóp procentowych NBP przyczyni się do obniżenia rat kredytów zaciągniętych w oparciu o zmienną stopę procentową przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Obniżenie kosztów obsługi zadłużenia będzie więc łagodzić straty przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych związane z przestojami produkcyjnymi, niższymi dochodami oraz niższym popytem na produkowane towary i usługi. Jednocześnie niższe raty kredytowe będą ograniczać koszty dla zadłużonych gospodarstw domowych, w tym dla osób samozatrudnionych bądź pracujących w ramach umów cywilnoprawnych, którzy są w dużym stopniu narażeni na ryzyko utraty dochodów. W efekcie złagodzenie polityki pieniężnej będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia ryzyka niewypłacalności podmiotów gospodarczych. Członkowie ci wskazywali, że choć banki zapowiadają możliwość czasowego zawieszenia spłat kredytu, to działanie to – choć samo w sobie byłoby pożądane – będzie się wiązać jedynie z przesunięciem zobowiązań kredytowych w czasie. Większość członków Rady podkreślała również, że obniżka stóp procentowych będzie oddziaływać w kierunku obniżenia rentowności obligacji skarbowych i kosztów obsługi długu publicznego, co zwiększy przestrzeń dla niezbędnej stymulacji fiskalnej.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że o ile na obecnym posiedzeniu należy obniżyć stopy procentowe, jednak skala obniżki stóp procentowych NBP powinna być niewielka. Członkowie ci byli zdania, że skuteczniejszym instrumentem w przeciwdziałaniu negatywnym skutkom gospodarczym epidemii koronawirusa

mogą być obecnie niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej. Pojawiła się opinia, że możliwość stosowania przez NBP tego rodzaju działań może być ograniczona nadmierną obniżką stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione na obecnym posiedzeniu. Argumentowali oni, że w obecnych warunkach obniżenie stóp procentowych NBP będzie miało ograniczony wpływ na realną gospodarkę, bowiem źródła wstrząsu gospodarczego są egzogeniczne, a barierą dla akcji kredytowej jest obecnie niski popyt na kredyt i wysoka niepewność w gospodarce.

Członkowie Rady ocenili, że dla ograniczenia wpływu zaburzeń płynnościowych związanych z pandemią wskazane jest także zwiększenie płynności przez NBP w sektorze bankowym. Dlatego też należy obniżyć stopę rezerwy obowiązkowej (wraz z podniesieniem oprocentowania tej rezerwy do poziomu stopy referencyjnej) oraz prowadzić operacje repo zasilające sektor bankowy w płynność. Podkreślano także, że w obliczu istotnego obniżenia płynności rynku skarbowych papierów wartościowych należy rozpocząć prowadzenie operacji skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Celem tych operacji będzie zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym oraz utrzymanie płynności rynku wtórnego obligacji skarbowych. Podkreślano także, że skup obligacji skarbowych na rynku wtórnym wzmocni oddziaływanie obniżenia stóp procentowych NBP na gospodarkę, tj. wzmocni mechanizm transmisji monetarnej.

Członkowie Rady ocenili, że w celu ograniczenia ryzyka wpływu aktualnych zaburzeń gospodarczych na podaż kredytu uzasadnione jest także uruchomienie kredytu wekslowego przez NBP, który będzie umożliwiał bankom refinansowanie akcji kredytowej dla firm, w tym

małych i średnich. Wskazywano przy tym, że głównym narzędziem wspierającym akcję kredytową dla małych i średnich przedsiębiorstw w obecnych warunkach, tj. istotnego wzrostu niepewności i podwyższonego ryzyka kredytowego, powinno być jednak przede wszystkim rozszerzenie programu państwowych gwarancji kredytowych prowadzanego przez Bank Gospodarstwa Krajowego.

Większość członków Rady oceniła, że dla ograniczenia negatywnych konsekwencji gospodarczych rozprzestrzeniania się koronawirusa należy poluzować warunki monetarne. Będzie to sprzyjać ożywieniu krajowej aktywności gospodarczej po okresie zaburzeń oraz ograniczy ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie stopy referencyjnej NBP o 0,5 pkt proc., zawężenie symetrycznego korytarza stóp operacji depozytowo-kredytowych do łącznie 1,0 pkt proc. wokół stopy referencyjnej, obniżenie stopy redyskonta weksli do 1,05% oraz wprowadzenie stopy dyskonta weksli na poziomie 1,1%. Wniosek został przyjęty.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5%, a także wniosek o podwyższenie oprocentowania rezerwy obowiązkowej z 0,5% do poziomu stopy referencyjnej NBP. Oba wnioski zostały przyjęte. Na posiedzeniu zgłoszono również wniosek o obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,25%. Wniosek nie został przyjęty.

Rada ustaliła stopy procentowe NBP na następującym poziomie: stopa referencyjna 1,00%; stopa lombardowa 1,50%; stopa depozytowa 0,50%; stopa redyskontowa weksli 1,05%; stopa dyskontowa weksli 1,10%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 kwietnia 2020 r.

Dyskutując na temat bieżącej sytuacji gospodarczej członkowie Rady zwracali uwagę, że pandemia COVID-19 oraz wprowadzone działania zapobiegające jej dalszemu rozprzestrzenianiu przyczyniły się do wyraźnego spadku aktywności w wielu gospodarkach. Towarzyszyło temu silne pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych, wskazujące na załamanie aktywności w usługach oraz silne osłabienie koniunktury w sektorze przemysłowym. Ponadto istotnie pogorszyła się sytuacja na rynku pracy. Napływające dane wskazują więc, że skala negatywnego wpływu ekonomicznego pandemii jest prawdopodobnie większa niż wcześniej szacowano. W efekcie prognozy PKB na świecie – w tym u głównych partnerów gospodarczych Polski – zostały zrewidowane bardzo silnie w dół. Jednocześnie w Chinach – po prawdopodobnym opanowaniu epidemii i złagodzeniu restrykcji – pojawiły się pierwsze sygnały ożywienia aktywności gospodarczej.

Pogorszenie globalnych perspektyw gospodarczych przyczyniło się do utrzymania się podwyższonej awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych. Znalazło to odzwierciedlenie w zwiększonej zmienności cen wielu aktywów, a także zacieśnieniu warunków finansowania. Jednocześnie od początku roku wyraźnie obniżyły się ceny ropy naftowej na rynku światowym. Wskazywano, że przyczynił się do tego spadek bieżącego i prognozowanego popytu na ten surowiec w warunkach silnego ograniczenia aktywności gospodarczej, przy braku porozumienia o obniżeniu produkcji tego surowca między Arabią Saudyjską a Rosją. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych miesiącach ceny ropy mogą wzrosnąć, jednak pozostaną niższe niż w poprzednich latach. Oczekiwane osłabienie popytu globalnego

przyczyniło się także do spadku cen części surowców żywnościowych.

Członkowie Rady wskazywali, że skala negatywnych skutków gospodarczych pandemii w wielu krajach może być ograniczana przez podejmowane działania fiskalne. Wskazywano, że uruchamianie programy fiskalne mają przede wszystkim na celu złagodzenie wpływu COVID-19 na sytuację finansową przedsiębiorstw i – w konsekwencji – na wielkość zatrudnienia i dochody gospodarstw domowych. Podkreślano, że skuteczne działania w tym zakresie będą kluczowe dla zdolności gospodarek do szybkiego ożywienia aktywności po ustąpieniu obecnych zaburzeń.

Wprowadzanym działaniom fiskalnym w wielu gospodarkach towarzyszy silne poluzowanie warunków monetarnych. Wiele banków centralnych obniżyło stopy procentowe, zwiększyło płynność w sektorze bankowym oraz prowadzi skup aktywów. Zaznaczono, że luzowanie polityki pieniężnej dokonywane jest szybko i na dużą skalę.

Członkowie Rady wyrażali opinię, że podejmowane przez rządy i banki centralne działania przyczynią się do poprawy średniookresowych perspektyw koniunktury. Jednocześnie zaznaczali, że skala ich pozytywnego wpływu na wzrost gospodarczy jest trudna do oszacowania, co wraz z ograniczoną możliwością przewidywania dalszego przebiegu pandemii, skutkuje znaczną niepewnością dotyczącą dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.

W Polsce koniunktura w pierwszych miesiącach roku była relatywnie dobra. Członkowie Rady oceniali jednak, że podejmowane działania mające na celu ograniczenie epidemii – choć niezbędne z punktu widzenia dbałości o zdrowie publiczne – przyczynią się do spadku aktywności gospodarczej, którego skala w krótkim okresie może być bardzo istotna. Zaznaczano, że spadkowi aktywności będzie towarzyszyć

pogorszenie sytuacji na rynku pracy i zmniejszenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Podkreślano także, że zagrożenie dla zdrowia związane z COVID-19 wraz z negatywnymi efektami ekonomicznymi epidemii doprowadziło do radykalnego pogorszenia nastrojów konsumentów i przedsiębiorców. Oceniano, że po ustąpieniu zaburzeń związanych z pandemią, w średnim okresie dojdzie prawdopodobnie do stopniowej poprawy koniunktury. Przy czym zwracano uwagę, że tempo i skala tej poprawy są obarczone znaczną niepewnością. Będą one bowiem zależały od wpływu zaburzeń na dochody i nastroje podmiotów gospodarczych w dalszej perspektywie. Wskazywano, że ewentualne utrzymanie się osłabionych nastrojów mogłyby istotnie obniżyć skłonność przedsiębiorstw do inwestowania oraz gospodarstw domowych do konsumpcji, oddziałując negatywnie na wzrost PKB i inflację.

Zaznaczano, że negatywny wpływ epidemii na wzrost gospodarczy będzie łagodzony przez wprowadzane w Polsce i wielu innych krajach pakiety stymulacyjne. Oceniano, że pozytywnie na średniookresowe perspektywy aktywności wpływają także silne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki związane z niskim poziomem wewnętrznego i zewnętrznego zadłużenia oraz wysoką konkurencyjnością. Podkreślano, że utrzymanie konkurencyjności cenowej polskiego eksportu, a także jego dywersyfikacji geograficznej i sektorowej będzie sprzyjało odbudowie polskiej sprzedaży zagranicznej po wygaśnięciu pandemii, która będzie następowała w warunkach nasilonej konkurencji na rynkach międzynarodowych.

Wskazywano, że w kolejnych miesiącach inflacja najprawdopodobniej wyraźnie się obniży. W kierunku obniżenia dynamiki cen będzie oddziałował oczekiwany spadek globalnej aktywności gospodarczej oraz osłabienie popytu krajowego. Inflację będą dodatkowo obniżały

niższe ceny surowców na rynku światowym. Biorąc to pod uwagę większość członków Rady oceniła, że – mimo poluzowania polityki pieniężnej NBP w ostatnim okresie – utrzymuje się ryzyko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że możliwe jest także, że spadkowi aktywności gospodarczej będzie w średnim okresie towarzyszył wzrost dynamiki cen.

Większość członków Rady oceniła, że biorąc pod uwagę istotne pogorszenie perspektyw gospodarczych oraz wzrost 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 restrykcji związanych z Covid-19 na sytuację finansową przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz będą ograniczały ryzyko ich niewypłacalności. W efekcie, obniżka stóp przyczyni się do ograniczenia efektów wtórnych epidemii Covid-19 – takich jak wzrost bezrobocia i silny spadek popytu konsumpcyjnego – poprawiając tym samym średniookresowe perspektywy krajowej koniunktury i wzmacniając stabilność systemu finansowego. Zaznaczano, że efekt ten będzie wzmacniany przez pozytywny wpływ obniżki stóp procentowych na nastroje podmiotów gospodarczych po ustaniu pandemii. 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. 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.

Pojawiła się opinia, że choć polityka pieniężna powinna zostać na obecnym posiedzeniu złagodzona, to zwiększenie jej stopnia ekspansywności powinno odbyć się poprzez bezpośrednie oddziaływanie na dłuższy koniec krzywej dochodowości, a nie poprzez obniżkę stopy referencyjnej.

Członkowie Rady podkreślali, że dla wzmocnienia efektów poluzowania warunków monetarnych w gospodarce NBP powinien nadal prowadzić operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych jednocześnie rozszerzając zakres skupowanych aktywów o dłużne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa. Operacje skupu będą prowadzone na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Celem tych operacji będzie 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.

Wskazywano, że wszystkie podejmowane przez NBP działania mają na celu ograniczenie negatywnych konsekwencji gospodarczych pandemii i stworzenie warunków do szybkiego ożywienia aktywności gospodarczej po ustąpieniu obecnych zaburzeń. W efekcie, działania te wspierają utrzymanie stabilności makroekonomicznej i finansowej, a także

ograniczają ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,5 pkt proc., tj. stopy referencyjnej do poziomu 0,50%, stopy lombardowej do poziomu 1,00%, stopy depozytowej do poziomu 0,00%, stopy redyskontowej weksli do poziomu 0,55% i stopy dyskontowej weksli do poziomu 0,60%. Wniosek został przyjęty.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o rozszerzenie skupu aktywów o papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa oraz papiery skarbowe o terminie zapadalności nie przekraczającym 1 roku. Wniosek został przyjęty.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o wprowadzenie operacji repo o ponad 2-letnim okresie zapadalności i rentowności 0,25%. Wniosek nie został przyjęty.

Rada ustaliła stopy procentowe NBP na następującym poziomie: stopa referencyjna 0,50%; stopa lombardowa 1,00%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,55%; stopa dyskontowa weksli 0,60%.

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 – miałyby 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 zaostrzenie 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 dekonstrukcji 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 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, 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 niezmiennym 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%.

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 szczególności 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 szanse 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 zaznaczali, 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 uwzględniać 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 niezmieniony 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%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 lipca 2020 r.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stopy referencyjnej NBP na poziomie 0,10%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 0,50%, stopa depozytowa 0,00%, stopa redyskontowa weksli 0,11%, stopa dyskontowa weksli 0,12%.

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Terminy oraz skala prowadzonych operacji będą uzależnione od warunków rynkowych.

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

Napływające dane potwierdzają, że pandemia COVID-19 przyczyniła się do spadku aktywności gospodarczej na świecie, w tym recesji w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski. Jednocześnie – wraz ze stopniowym łagodzeniem restrykcji związanych z pandemią – poprawiły się nastroje w wielu gospodarkach, czemu towarzyszyło ożywienie aktywności gospodarczej. Aktualne prognozy

wskazują, że w II połowie br. nastąpi dalsza poprawa koniunktury w gospodarce światowej, choć poziom aktywności będzie niższy niż przed pandemią. Utrzymuje się niepewność dotycząca tempa i trwałości poprawy koniunktury na świecie w kolejnych kwartałach.

Dalszej poprawie światowej koniunktury sprzyjać będą podjęte działania fiskalne, a także towarzyszące im poluzowanie polityki pieniężnej, w tym poprzez obniżenie stóp procentowych oraz skup aktywów.

Na światowych rynkach finansowych w ostatnich tygodniach nastąpiła pewna poprawa nastrojów. Towarzyszył jej wzrost cen części surowców, które jednak pozostają wyraźnie niższe niż na początku roku. Wraz z obniżeniem aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku utrzymywania się niskiej inflacji w wielu krajach, w tym u głównych partnerów handlowych Polski.

W Polsce napływające informacje sugerują stopniową poprawę nastrojów oraz ożywienie aktywności gospodarczej, która pozostaje jednak niższa niż przed pandemią. Towarzyszy temu dalszy, choć ograniczony spadek zatrudnienia i wyraźne obniżenie dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Według wstępnego szacunku GUS inflacja w czerwcu wyniosła 3,3% r/r.

Można oczekiwać, że w kolejnych miesiącach kontynuowane będzie ożywienie aktywności gospodarczej. Będzie temu sprzyjać poprawa koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Jednocześnie skala oczekiwanego ożywienia aktywności może być ograniczana przez niepewność dotyczącą skutków pandemii, niższe dochody oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych. Tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu

wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Lipcowa projekcja uwzględnia dane i informacje opublikowane do 30 czerwca br. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9–3,6% w 2020 r. (wobec 3,1–4,2% w projekcji z marca 2020 r.), 0,3–2,2% w 2021 r. (wobec 1,7–3,6%) oraz 0,6–2,9% w 2022 r. (wobec 1,3–3,4%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -7,2 – -4,2% w 2020 r. (wobec 2,5–3,9% w projekcji z marca 2020 r.), 2,1–6,6% w 2021 r. (wobec 2,1–3,9%) oraz 1,9–6,0% w 2022 r. (wobec 1,8–3,7%).

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 nadal oferował kredyt weksłowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Poluzowanie polityki pieniężnej NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, ograniczając skalę spadku aktywności gospodarczej oraz wspierając dochody gospodarstw domowych i firm. W efekcie, 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 przyjęła *Raport o inflacji – lipiec 2020*.

4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz Ekonomicznych (DAE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projekcji DAE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2020 r. do IV kw. 2022 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2020 r.

Projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 30 czerwca 2020 r. (*cut-off date*).

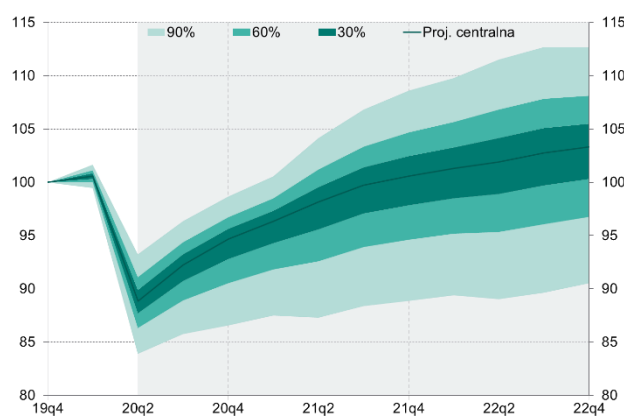
4.1 Synteza

Szybki rozwój pandemii COVID-19 oraz wprowadzenie administracyjnych ograniczeń w życiu gospodarczym i społecznym doprowadziły w I poł. 2020 r. do silnej recesji w gospodarce światowej, w tym w Polsce. Spadek krajowego PKB wynika z wystąpienia trzech powiązanych ze sobą negatywnych szoków: obniżenia wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w reakcji na spadek ich dochodów i wzrost niepewności, ograniczenia w funkcjonowaniu branż i sektorów bezpośrednio dotkniętych restrykcjami oraz zmniejszenia popytu zagranicznego.

Wraz z łagodzeniem restrykcji i poprawą koniunktury za granicą, nastąpi – wspierana działaniami antykryzysowymi rządu i luzowaniem polityki monetarnej – odbudowa krajowej aktywności gospodarczej. Powrót do poziomu PKB sprzed wybuchu pandemii będzie jednak wydłużony w czasie. Skalę wzrostu wydatków konsumpcyjnych w horyzoncie projekcji będzie ograniczać wolniejszy niż przed kryzysem przyrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, zmiany zachowania ludności oraz wzrost znaczenia motywu przezornościowego w decyzjach o wyborze między konsumpcją i oszczędzaniem. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa będą również powstrzymywać się od podejmowania długoterminowych projektów inwestycyjnych, do czego przyczyni się jedynie niewielka poprawa ich sytuacji finansowej względem okresu przed kryzysem oraz utrzymująca się podwyższona niepewność.

Negatywne skutki pandemii w postaci obniżonej aktywności ekonomicznej przyczynią się do spadku inflacji, a następnie jej utrzymania na niskim poziomie. Skalę spadku inflacji w najbliższych kwartałach będą jednak ograniczać wyższe koszty funkcjonowania części przedsiębiorstw oraz obniżona wydajność pracy

Wykres 4.1 Poziom PKB (Q4 2019 = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

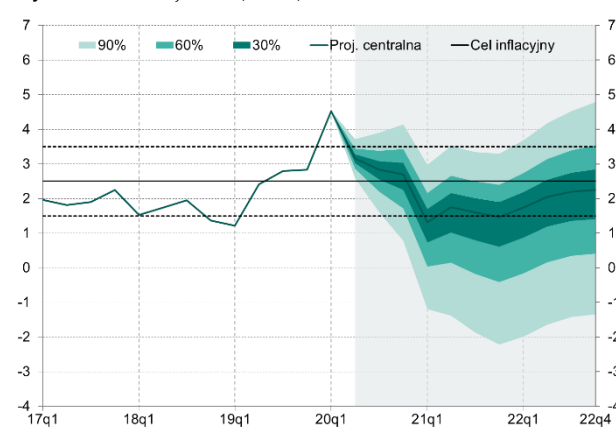
Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji poziomu PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji. Przyjęto założenie, że rozkład prawdopodobieństwa realizacji zmiennej w każdym z horyzontów prognozy należy do rodziny rozkładów binormalnych (ang. *two-piece normal*, TPN). Rozkład ten jest określany przez trzy parametry: dominantę, wariancję oraz miarę skośności. Dominantą rozkładu jest ścieżka centralna projekcji, natomiast wariancja jest wyznaczana w oparciu o historyczne błędy prognoz dla każdego z horyzontów skorygowane o wpływ bieżącej niepewności zmiennych egzogenicznych. Skośność rozkładu uzyskuje się na podstawie analizy kilku alternatywnych scenariuszy wraz z przypisanymi im szansami realizacji. Na wykresie rozkład realizacji danej zmiennej ilustrują warstwy o prawdopodobieństwie 30, 60 i 90% wokół ścieżki centralnej projekcji, które skonstruowano w taki sposób, aby zminimalizować szerokość przedziałów (szerzej w Pońsko P., Rybaczyk B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241.).

związane z obostrzeniami sanitarnymi oraz z częściowym zakłóceniem sieci dostaw. Ponadto inflację w br. podwyższać będzie podwyżka podatku akcyzowego w styczniu oraz podwyższone ceny żywności. Z kolei na niższym niż w ub.r. poziomie kształtować się będą ceny energii.

Najniższy poziom inflacji osiągnie w 2021 r. ze względu na wciąż relatywnie słabą w tym czasie presję popytową, niskie ceny w otoczeniu gospodarczym Polski oraz spadek jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie ze względu na założoną normalizację sytuacji epidemicznej wzrost kosztów związanych z restrykcjami nakładanymi na funkcjonowanie gospodarki wyhamuje, a w części przedsiębiorstw może nastąpić ich spadek. W 2022 r., wraz z odbudową aktywności gospodarczej, nastąpi ponowne przyspieszenie dynamiki cen konsumenta. Wzrost inflacji będzie jednak ograniczony, do czego przyczyni się szybsze ustępowanie ograniczeń po stronie podaży niż czynników obniżających obecnie popyt.

Przyszła sytuacja gospodarcza w Polsce jest silnie uwarunkowana dalszym przebiegiem pandemii COVID-19 oraz zmianami zachowań podmiotów w sytuacji stopniowego zdejmowania ograniczeń administracyjnych oraz przywracania swobody prowadzenia działalności gospodarczej. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB oraz – w mniejszym stopniu – inflacji CPI wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Sposób konstrukcji wykresu wachlarzowego omówiony jest w komentarzu pod wykresem 4.1.

Tabela 4.1 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2020	2021	2022
PKB (r/r, %)			
VII 2020	-5,4	4,9	3,7
III 2020	3,2	3,1	3,0
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2020	3,3	1,5	2,1
III 2020	3,7	2,7	2,4

Źródło: obliczenia NBP.

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Wydarzenia, które miały miejsce od czasu publikacji poprzedniej projekcji, w szczególności szybki rozwój pandemii COVID-19 i wprowadzenie administracyjnych ograniczeń w życiu gospodarczym i społecznym, których celem było zatrzymanie rozprzestrzeniania się wirusa, spowodowały silną recesję w gospodarce światowej. Napływające dane wskazują na wyraźny spadek globalnego PKB w II kw. 2020 r., wywołany zarówno wprowadzeniem ograniczeń działalności w wielu sektorach gospodarki, jak również wzrostem niepewności podmiotów wpływającym na ich decyzje o konsumowaniu i inwestowaniu (Tabela 4.2). Można oczekiwać, że od II połowy br. wraz ze stopniowym znoszeniem restrykcji następować będzie powolna odbudowa aktywności w głównych krajach rozwiniętych. Wspierać ją będą antykryzysowe programy fiskalne mające na celu łagodzenie negatywnych skutków pandemii COVID-19 oraz silnie ekspansywna polityka pieniężna (Wykres 4.3).

Powrót do poziomów PKB obserwowanych przed wybuchem pandemii potrwa jednak wiele kwartałów. W początkowej fazie ożywienia globalny wzrost gospodarczy będzie bazował przede wszystkim na odbudowie popytu konsumpcyjnego, podczas gdy odbudowa inwestycji będzie znacznie bardziej rozłożona w czasie. Konieczność utrzymywania części restrykcji i wzmocnionego reżimu sanitarnego oraz podwyższona niepewność dotycząca przebiegu pandemii i jej skutków będą ograniczać skalę poprawy koniunktury na świecie. Czynnikiem hamującym wzrost globalnego PKB będzie również pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw, wzrost bezrobocia oraz bardzo wolna odbudowa handlu międzynarodowego.

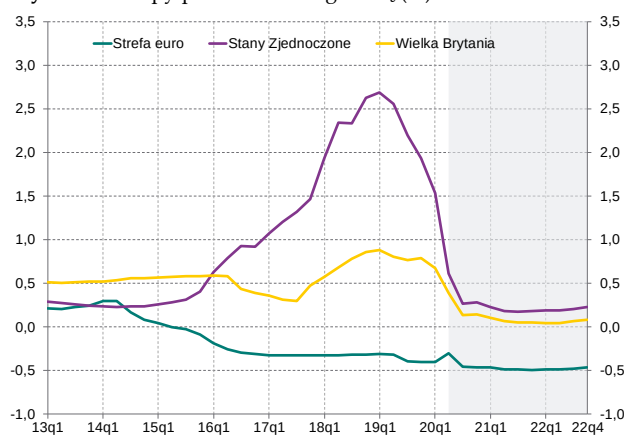
Tempo ożywienia gospodarek głównych partnerów handlowych Polski będzie

Tabela 4.2 PKB za granicą – projekcja lipcowa na tle marcowej

	2020	2021	2022
PKB w strefie euro (r/r, %)			
VII 2020	-9,1	5,2	3,2
III 2020	0,9	1,3	1,3
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
VII 2020	-5,7	3,4	2,7
III 2020	1,9	1,8	1,9
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
VII 2020	-9,6	5,1	3,3
III 2020	1,1	1,0	1,3

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

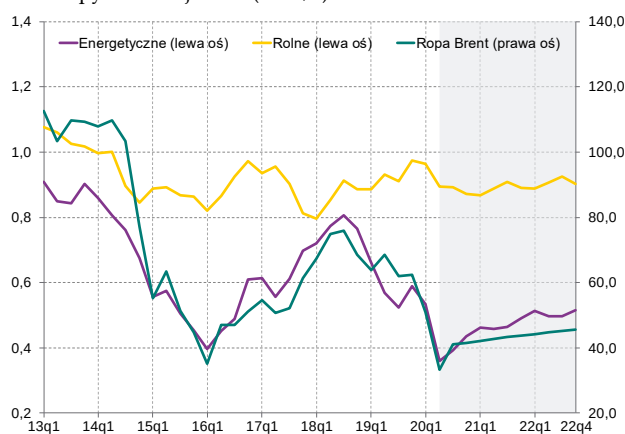
zróżnicowane i uwarunkowane skutecznością działań zapobiegających rozprzestrzenianiu się koronawirusa, możliwością łagodzenia wahań koniunktury za pomocą polityki fiskalnej i pieniężnej oraz relatywnym znaczeniem sektorów najsilniej dotkniętych skutkami pandemii. Ważną rolę w ożywieniu odgrywać będą także cechy strukturalne gospodarek partnerów handlowych Polski wpływające na szybkość realokacji zasobów. W scenariuszu bazowym projekcji założono, że odbudowa aktywności gospodarczej nastąpi najszybciej w Niemczech, co jest związane z relatywnie dużą skalą działań antykryzysowych podjętych przez rząd tego państwa oraz ograniczoną skalą problemów strukturalnych gospodarki niemieckiej w porównaniu do innych krajów strefy euro.

W scenariuszu bazowym projekcji założono, że w 2020 r. obniży się produkt potencjalny w głównych krajach rozwiniętych, co wynikać będzie w dużej mierze z wprowadzenia administracyjnych ograniczeń działalności gospodarczej. W porównaniu do poprzedniej rundy progностycznej zostały obniżone również oczekiwania dotyczące średniookresowego tempa wzrostu potencjalnego PKB ze względu na niekorzystne oddziaływanie spowolnienia akumulacji kapitału oraz wzrost stopy bezrobocia równowagi. Oczekuje się jednak, że skala spadku produktu potencjalnego będzie mniejsza, zaś jego odbudowa będzie następowała szybciej niż zagregowanego popytu.

Inflacja i rynki surowców

W marcu i kwietniu br. ceny ropy naftowej silnie się obniżyły w reakcji na gwałtowne ograniczenie popytu na ten surowiec w wyniku pandemii COVID-19 (Wykres 4.4). Na początku kwietnia kraje OPEC, Rosja oraz inni producenci (m.in. firmy w Stanach Zjednoczonych) podjęli decyzje o ograniczeniu wydobycia, co przyczyniło się do ponownego wzrostu ceny ropy naftowej od maja

Wykres 4.4 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) i rolnych (w EUR, 2011=1) na rynkach światowych oraz cena ropy naftowej Brent (USD/b)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

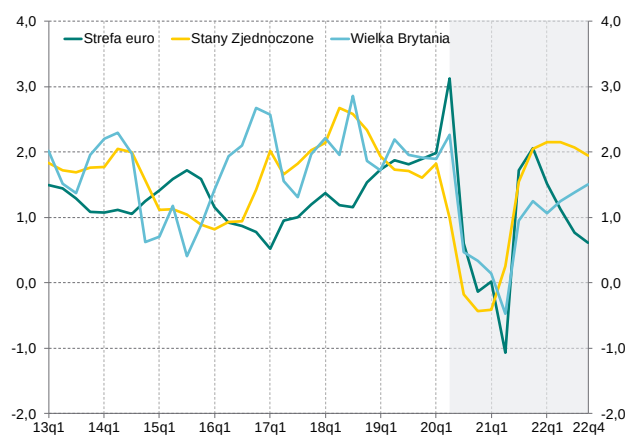
br. Notowania cen gazu ziemnego i węgla kamiennego na rynkach światowych również zaczęły rosnąć na przełomie kwietnia i maja po spadkach trwających od początku br.

W scenariuszu bazowym projekcji założono, że wraz z poprawą sytuacji epidemicznej i gospodarczej na świecie cen ropy naftowej, gazu ziemnego i węgla kamiennego będą stopniowo rosnąć w latach 2021-2022. Realizacja tego scenariusza będzie zależać w znacznym stopniu od przebiegu pandemii i utrzymywania się popytu na surowce energetyczne na obniżonym poziomie oraz od ewentualnych nowych decyzji krajów grupy OPEC i innych producentów dotyczących wielkości wydobycia.

Spadek popytu w gospodarce globalnej odbił się również silnie na cenach większości surowców rolnych na rynkach światowych. Oczekuje się, że w kierunku niskich cen surowców rolnych w horyzoncie projekcji oddziaływać będą pozostające na obniżonych poziomach ceny ropy naftowej, frachtów oraz nawozów sztucznych. Głównym ryzykiem dla prognozy tych cen są przyszłe warunki agrometeorologiczne, dostępność pracowników oraz skala spadku popytu związana z pandemią COVID-19.

Inflacja w otoczeniu gospodarki Polski (mierzona zmianami deflatora wartości dodanej brutto, Wykres 4.5) kształtować się będzie w horyzoncie projekcji na niskim poziomie. Wpływ pandemii na dynamikę cen w gospodarce światowej będzie jeszcze ograniczony w I połowie br. Wynika to ze wzrostu kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw związanych z wprowadzanymi restrykcjami oraz z podjętych w wielu krajach działań antykryzysowych, mających na celu stabilizowanie zatrudnienia oraz ograniczenie tempa spadku płac przy silnym obniżeniu produkcji. Oczekuje się jednak, że od II połowy br. spadki cen w gospodarce światowej nasilą się na skutek wzrostu presji konkurencyjnej w warunkach silnie ujemnej luki popytowej oraz

Wykres 4.5 Inflacja za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.
Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

wolniejszej odbudowy funduszu płac niż produkcji.

4.3 Gospodarka polska w latach 2020-2022

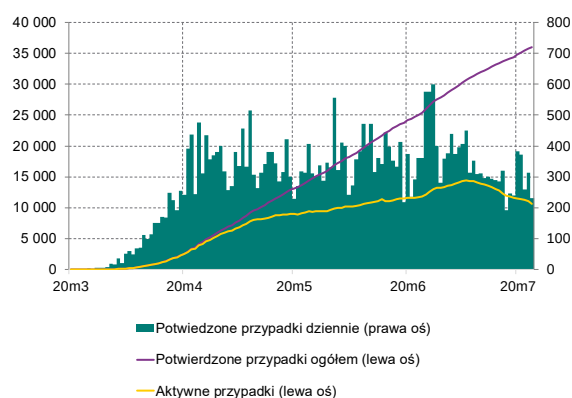
Założenia dotyczące rozwoju epidemii i zakresu rządowych restrykcji

Na początku marca br. w Polsce rozpoznano pierwsze przypadki zakażenia wirusem SARS-CoV-2 (Wykres 4.6). W odpowiedzi na rosnące zagrożenie epidemiczne rząd wprowadził w życie szereg działań mających na celu zahamowanie rozprzestrzeniania się wirusa. Obejmowały one przymusową izolację ludności, zamknięcie placówek oświatowych, ograniczenie działalności sklepów niespożywczych i świadczenia części usług oraz zamknięcie granic. W kolejnych tygodniach wzrost oficjalnie raportowanych nowych zachorowań wyhamował i w drugiej połowie kwietnia rząd uruchomił plan stopniowego łagodzenia wcześniej nałożonych restrykcji.

Przyszła sytuacja gospodarcza w Polsce jest silnie uwarunkowana dalszym przebiegiem pandemii COVID-19. Bieżąca projekcja przygotowywana była w sytuacji stabilizacji liczby dziennych zachorowań na COVID-19, jednak rozwój sytuacji epidemicznej w kraju – a w konsekwencji także gospodarczej – jest nadal obarczony wysoką niepewnością. W szczególności jest on uzależniony od zachowania ludności, w tym od skuteczności przestrzegania przez obywateli wciąż obowiązujących zaleceń w sytuacji stopniowego zdejmowania ograniczeń administracyjnych oraz przywracania swobody prowadzenia działalności gospodarczej.

W przedstawionym poniżej scenariuszu rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce założono, iż stosowane obecnie środki zaradcze pozwolą na utrzymanie liczby zachorowań pod kontrolą, w szczególności zaś, że na jesieni nie wystąpi

Wykres 4.6 Liczba aktywnych i nowych przypadków COVID-19 w Polsce



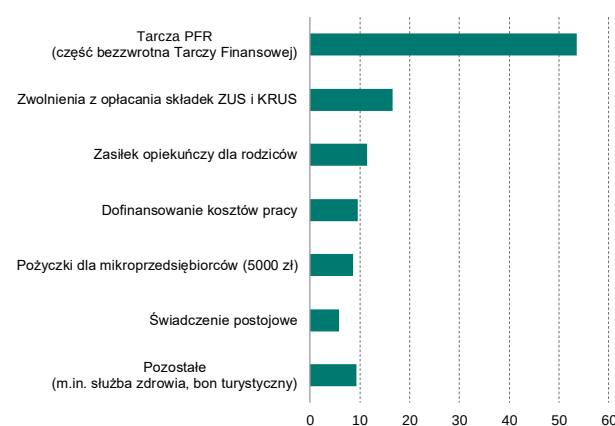
Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia.

wyraźna druga fala epidemii, choć możliwe są przejściowe wzrosty liczby zachorowań. W konsekwencji rząd nie będzie zwiększał skali restrykcji nakładanych na życie gospodarcze, a bieżące ograniczenia będą stopniowo znoszone. Negatywny wpływ pandemii na aktywność gospodarczą będzie więc ustępował, jednak nie wygaśnie w pełni przed końcem horyzontu projekcji. Odmienny od przyjętych założeń dalszy rozwój pandemii stanowi tym samym główne źródło ryzyka dla kształtowania się przyszłego wzrostu gospodarczego.

Działania antykryzysowe

W celu złagodzenia negatywnego wpływu pandemii oraz ustanowionych restrykcji na aktywność gospodarczą rząd wdrożył szereg rozwiązań antykryzysowych o bezprecedensowej skali (por. rozdz. 2.2.3 *Sektor Finansów Publicznych*, Wykres 4.7). Wśród najważniejszych priorytetów tych działań znalazła się ochrona miejsc pracy i zapobieganie wzrostowi bezrobocia. Cel ten realizowany jest m.in. poprzez dopłaty do wynagrodzeń w okresie przestoju ekonomicznego lub przy obniżonym wymiarze czasu pracy. Istotna część działań rządu jest nakierowana na wsparcie przedsiębiorstw poprzez ograniczenie kosztów ich funkcjonowania i poprawę płynności finansowej, zarówno w postaci bezpośrednich dotacji, zwolnienia małych firm z opłacania składek ZUS, udogodnień w rozliczeniu podatku CIT, jak i udzielanych pożyczek, w tym z Polskiego Funduszu Rozwoju, oraz poręczeń i gwarancji. Rozwiązania o charakterze transferów do ludności, takie jak dodatkowy zasiłek opiekuńczy czy świadczenia postojowe dla samozatrudnionych i osób zatrudnionych na umowach cywilnoprawnych, skutkować będą podtrzymaniem dochodów gospodarstw domowych w sytuacji niemożności lub ograniczenia możliwości wykonywania pracy. Elementem rządowej Tarczy Antykryzysowej jest także zwiększenie wydatków na ochronę zdrowia.

Wykres 4.7 Działania antykryzysowe – wsparcie bezzwrotne finansowane ze środków krajowych (mld zł)



Źródło: szacunki NBP na podstawie ocen skutków regulacji oraz danych ZUS, MRPiPS, MR i PFR.

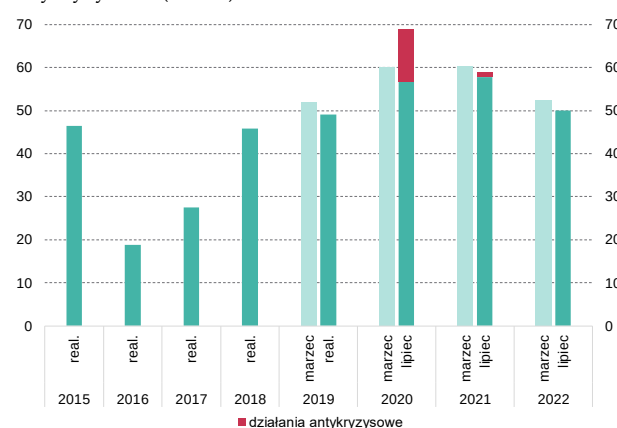
Ponieważ proces wnioskowania firm o wsparcie w ramach niektórych spośród wymienionych powyżej instrumentów nadal trwa, ostateczna skala działań antykryzysowych obarczona jest niepewnością. Na potrzeby projekcji przyjęto, na podstawie założeń rządowych oraz dostępnych danych o realizacji poszczególnych instrumentów, że łączna wartość bezzwrotnego wsparcia finansowanego ze środków krajowych wyniesie w 2020 r. 115 mld zł.

Większość rządowego wsparcia zrealizowano w II kw. br., gdy działalność gospodarcza była ograniczona w największym stopniu. Pozytywny wpływ działań antykryzysowych będzie jednak widoczny również w kolejnych kwartałach, przede wszystkim ze względu na zmniejszenie odsetka osób zagrożonych długotrwałym bezrobociem oraz ograniczenie liczby przedsiębiorstw, które nie przetrwałyby okresu silnego spadku ich przychodów.

Na finansowanie działań antykryzysowych przekierowana została przez rząd za zgodą Komisji Europejskiej część środków UE w ramach poszczególnych programów operacyjnych na lata 2014-2020. Fundusze te w zdecydowanej większości zostaną wykorzystane w 2020 r. i będą przeznaczone na dofinansowanie kosztów pracy, dotacje na kapitał obrotowy, wsparcie służby zdrowia, szkolenia oraz na pożyczki i gwarancje dla mikro, małych i średnich przedsiębiorców (por. Wykres 4.8).

Stymulacji fiskalnej towarzyszy luzowanie polityki monetarnej (por. Ramka *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w reakcji na pandemię COVID-19*). Rada Polityki Pieniężnej obniżyła referencyjną stopę procentową z 1,5% do 0,1%, redukując w ten sposób koszty działalności przedsiębiorstw i wspierając inwestycje, a także stymulując konsumpcję poprzez obniżenie rat kredytów. NBP wprowadził również program zakupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych

Wykres 4.8 Wykorzystanie środków UE w ramach polityki spójności, z wyróżnieniem kwot przeznaczonych na działania antykryzysowe (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

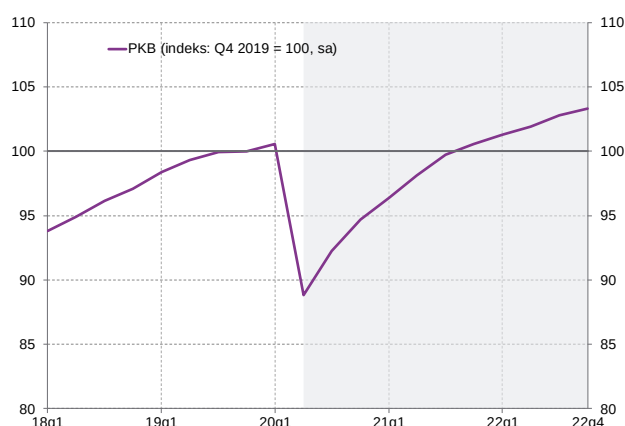
gwarantowanych przez Skarb Państwa. Działania te, poprzez zmianę długookresowej struktury płynności sektora bankowego oraz wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych na gospodarkę, również będą oddziaływać w kierunku ograniczenia skali spadku aktywności gospodarczej w br.

Aktywność gospodarcza

W wyniku rozwoju epidemii COVID-19 w Polsce, podobnie jak w innych krajach, w II kw. 2020 r. nastąpiło silne załamanie aktywności gospodarczej (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*, Wykres 4.9, Wykres 4.10). Spadek PKB jest wynikiem wystąpienia trzech powiązanych ze sobą negatywnych szoków. Po pierwsze gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa ograniczają wydatki w reakcji na spadek dochodów i wzrost niepewności. Po drugie, wprowadzone ograniczenia w funkcjonowaniu gospodarki obniżają podaż w branżach bezpośrednio dotkniętych restrykcjami. Po trzecie zaś, następuje zmniejszenie popytu zagranicznego w wyniku wprowadzenia analogicznych obostrzeń w innych krajach. W konsekwencji w II kw. br. nastąpił silny spadek konsumpcji prywatnej, wydatków inwestycyjnych oraz obrotów handlu zagranicznego. Skalę spadku PKB częściowo ograniczały działania antykryzysowe rządu oraz Narodowego Banku Polskiego (por. punkt *Działania antykryzysowe*).

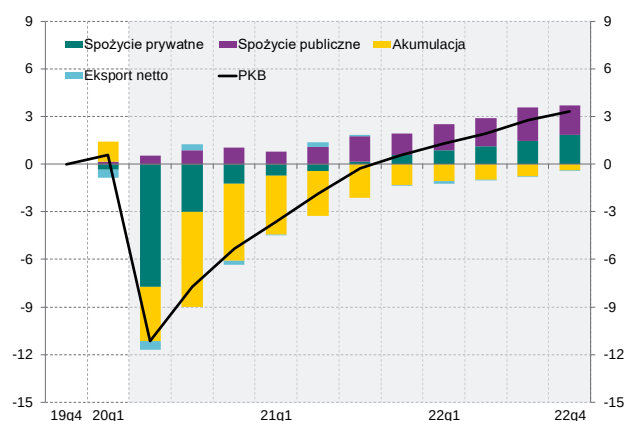
Wraz z łagodzeniem restrykcji i poprawą koniunktury za granicą, w II poł. 2020 r. nastąpi ograniczona odbudowa krajowej aktywności gospodarczej, a dynamika PKB w ujęciu r/r pozostanie ujemna. W pierwszej kolejności odbudowa ta obejmie wydatki konsumpcyjne (Wykres 4.11). Gospodarstwa domowe będą stopniowo dokonywać zakupów towarów i usług niezrealizowanych w II kw. br., jednak popyt konsumpcyjny będzie ograniczany przez istotne pogorszenie się ich sytuacji dochodowej. W kierunku obniżenia tempa wzrostu wydatków

Wykres 4.9 Poziom PKB



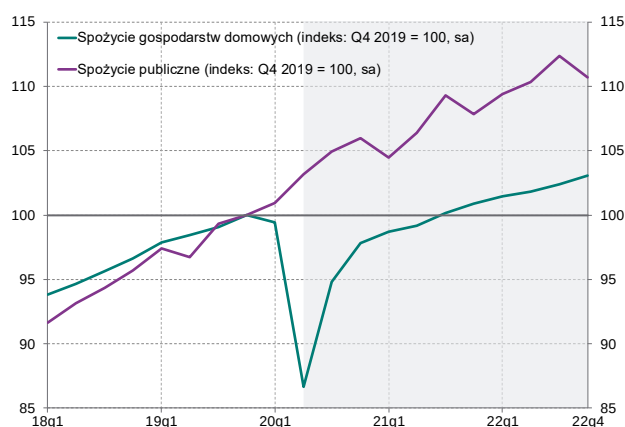
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Zmiana poziomu PKB i jej dekompozycja względem IV kw. 2019 r. (%)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

konsumpcyjnych będzie oddziaływała również zmiana zachowania ludności – w obawie przed zakażeniem koronawirusem część społeczeństwa dobrowolnie może unikać niektórych aktywności społecznych (np. korzystania z części usług). Dodatkowo, przy utrzymującej się podwyższonej niepewności i obawach o utratę źródła dochodów, gospodarstwa domowe będą bardziej skłonne do zwiększania oszczędności kosztem bieżącej konsumpcji.

Częściowa odbudowa popytu konsumpcyjnego, poprawa perspektyw eksportowych oraz wsparcie ze strony polityki fiskalnej i monetarnej będą oddziaływać w kierunku powolnego zwiększenia nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw względem II kw. br. (Wykres 4.12). Wydatki te – jak również zakupy mieszkaniowe – ukształtują się jednak w br. wyraźnie poniżej poziomu z ubiegłego roku, ponieważ podmioty gospodarcze w warunkach podwyższonej niepewności nie będą chętne do zaciągania długotrwałych zobowiązań finansowych. Skalę spadku nakładów brutto na środki trwałe w 2020 r. będą w części łagodzić inwestycje publiczne w związku ze zwiększeniem środków UE przeznaczonych na finansowanie tych wydatków (Wykres 4.13).

Wraz z ożywieniem w gospodarce światowej od III kw. br. nastąpi również wzrost eksportu i importu (Wykres 4.14). Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w 2020 r. ukształtuje się na dodatnim poziomie, zgodnie z obserwowaną historycznie w Polsce antycykliczną reakcją tej kategorii. Skalę poprawy salda handlowego w br. będzie jednak ograniczać silny spadek przychodów z tytułu eksportu usług, które w poprzednich cyklach koniunkturalnych charakteryzowały się dużą odpornością na spadki popytu zewnętrznego.

W 2021 r., przy dalszej odbudowie aktywności ekonomicznej względem niskiego punktu odniesienia z br., dynamika PKB przekroczy średnią wieloletnią. W 2022 r. tempo wzrostu gospodarczego ponownie się obniży, na co będą

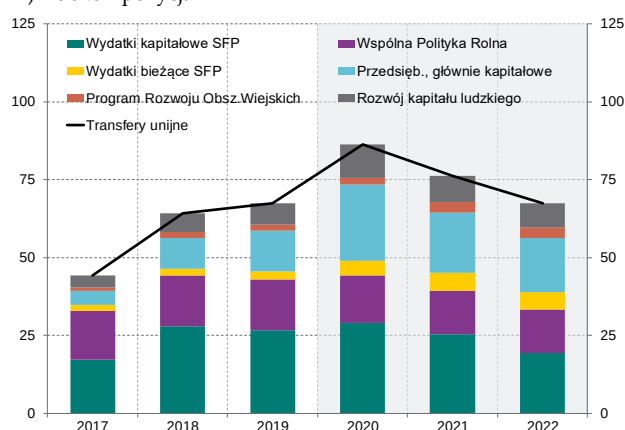
Wykres 4.12 Zmiana poziomu inwestycji i ich dekompozycja względem IV kw. 2019 r. (%)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

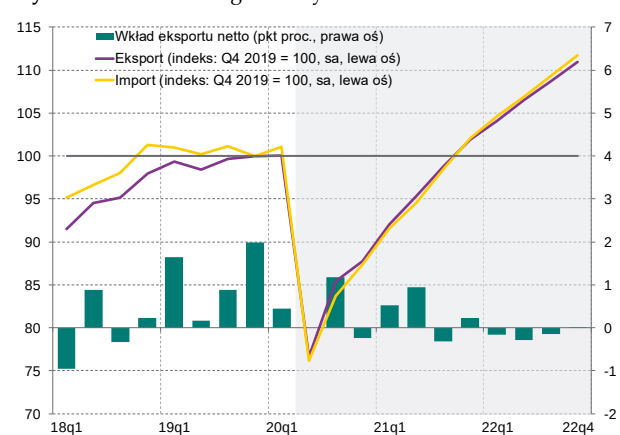
Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych, gospodarstw domowych (zarówno mieszkaniowe jak i niemieszkaniowe) oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

Wykres 4.13 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.14 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

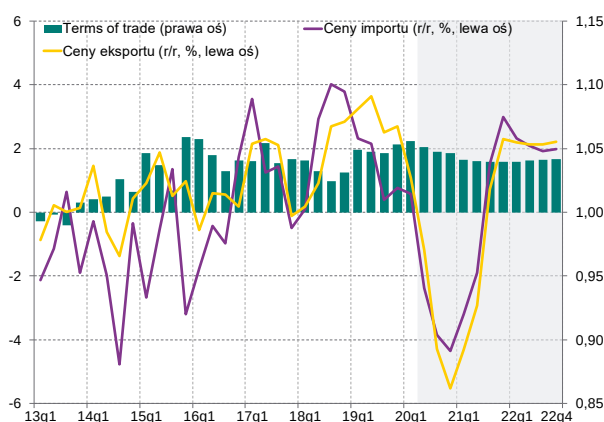
miały wpływ wciąż utrzymujące się niekorzystne uwarunkowania dla kształtowania się popytu prywatnego. Skalę wzrostu wydatków konsumpcyjnych będzie ograniczać brak istotnej poprawy dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, zmiany zachowania ludności oraz wzrost znaczenia motywu przezornościowego prowadzącego do wyższej stopy oszczędności. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa będą również powstrzymywać się od podejmowania długoterminowych projektów inwestycyjnych, do czego przyczyni się jedynie niewielka poprawa ich sytuacji finansowej względem okresu przed kryzysem oraz utrzymująca się podwyższona niepewność.

Produkt potencjalny i luka popytowa

W reakcji na kryzys gospodarczy wywołany pandemią COVID-19, w 2020 r. nastąpi również, choć w mniejszej skali niż spadek popytu, obniżenie tempa wzrostu potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki (Wykres 4.16). Nastąpi wyraźny spadek dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji (TFP), obniżeniu ulegnie również wkład do wzrostu potencjału czynnika pracy oraz – w mniejszej skali – kapitału.

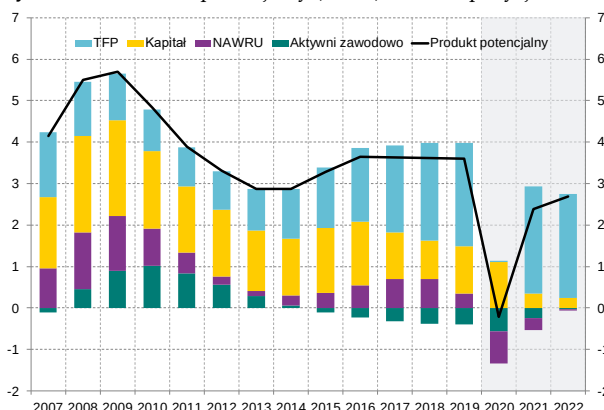
Spadek w br. dynamiki TFP wynika – po pierwsze – ze zmian jakie zaszły na rynku pracy w reakcji na wybuch pandemii COVID-19. Duża część przedsiębiorstw zdecydowała się na redukcję wymiaru etatów oraz urlopowanie pracowników, a jednocześnie wielu rodziców skorzystało z zasiłków opiekuńczych. Wybuch epidemii przyczynił się również do masowego zastosowania nowych form organizacji pracy, a przejście np. na pracę zdalną osób, które wcześniej jej nie wykonywały, może wymagać przyzwyczajania się do nowych narzędzi i obowiązków. W kierunku obniżenia dynamiki łącznej produktywności oddziałuje również wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw, związany m.in. z wyposażeniem stanowisk pracy

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.16 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Dynamika produktu potencjalnego określa tempo wzrostu gospodarczego nie powodujące narastania presji inflacyjnej. Może on pochodzić ze wzrostu podaży pracy, zasobu kapitału produkcyjnego lub wydajności czynników produkcji. W modelu NECMOD jest on wyznaczony przez funkcję produkcji Cobb-Douglasa w postaci:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [L_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0,67} \cdot K_t^{1-0,67},$$

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzonym o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, L_t^{trend} – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,67.

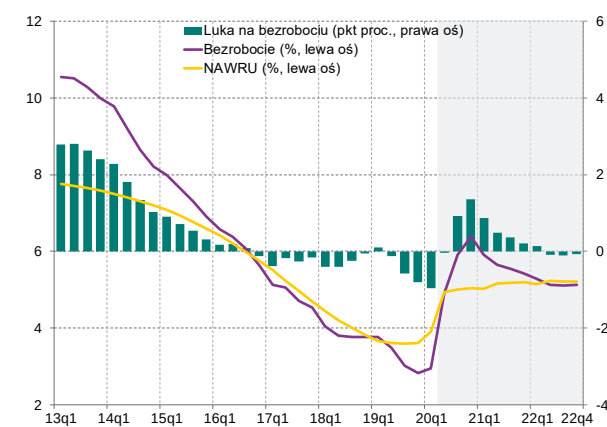
w niezbędne środki ochrony osobistej, oraz zmniejszenie stopnia wykorzystywania środków trwałych (np. w wyniku przejściowego zamknięcia zakładów pracy).

Wybuch pandemii COVID-19 przyczynił się także do spadku potencjalnego zasobu siły roboczej. Wynika on, po pierwsze, ze zwiększenia niedopasowania na rynku pracy. Część zwalnianych pracowników w dotkniętych kryzysem sektorach nie znajdzie innej pracy ze względu na brak wymaganych kwalifikacji i umiejętności oraz czas potrzebny do ich nabycia. Jednocześnie niektóre sektory gospodarki, które w wyniku pandemii i jej następstw trwale zyskują na znaczeniu, zgłaszają problemy z dostępnością wykwalifikowanych pracowników (np. pracownicy obsługujący sprzedaż internetową, kurierzy). Wzrost niedopasowania na rynku pracy odzwierciedlony jest we wzroście stopy bezrobocia równowagi (NAWRU, Wykres 4.17). Negatywnie na potencjał polskiej gospodarki wpływa również związany z kryzysem odpływ migrantów, zwłaszcza pracowników z Ukrainy⁶⁰, choć jego skala jest jak dotąd umiarkowana.

Łącznie w 2020 r. dynamika produktu potencjalnego ukształtuje się na zbliżonym do zera poziomie wobec średniej za ostatnie 10 lat równej 3,6% r/r.

W latach 2021-2022 dynamika potencjalnego PKB istotnie przyspieszy. Prognoza ta bazuje na założeniu, że wraz ze znoszeniem restrykcji i obostrzeń nałożonych na funkcjonowanie polskiej gospodarki, ograniczenia w podaży części towarów i usług mogą relatywnie szybko ustąpić. Skalę odtworzenia potencjalnego PKB będzie

Wykres 4.17 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

NAWRU_t – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac.

⁶⁰ Imigranci pozytywnie wpływają na krajowy produkt potencjalny, ale ze względu na stosowaną w badaniu BAEL definicję ludności rezydującej w Polsce, są oni jedynie w niewielkim stopniu uwzględniani w szeregach aktywnych zawodowo oraz pracujących według tej metodyki. W modelu NECMOD imigranci nie ujęci w ludności BAEL nie zwiększają zatem podaży pracy, ale oddziałują na produkt potencjalny poprzez pozytywny wpływ na łączną wydajność czynników produkcji (TFP). Obecność imigrantów na krajowym rynku pracy obniża przy tym stopę bezrobocia równowagi (NAWRU) ponieważ charakteryzują się oni niższymi oczekiwaniami płacowymi, które obniżają również presję na podwyżki wynagrodzeń wśród pracowników krajowych. Oznacza to, że poziom stopy bezrobocia, który nie prowadzi do nasilenia oczekiwań płacowych (NAWRU) jest z uwagi na napływ imigrantów niższy.

jednak ograniczać założony w projekcji brak szybkiego powrotu poziomu nakładów inwestycyjnych do wartości sprzed kryzysu i związana z tym trwała redukcja zasobu kapitału produkcyjnego.

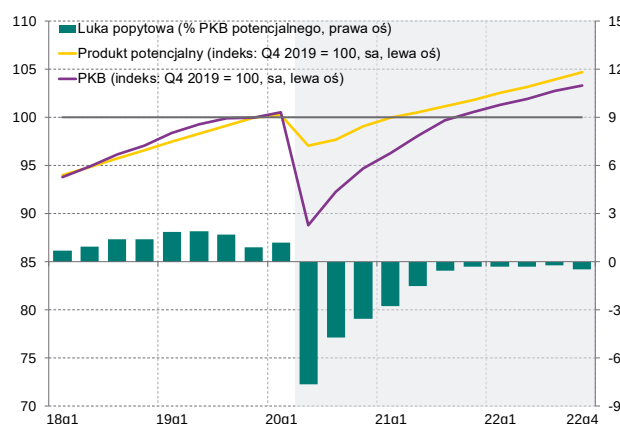
Znacznie silniejszy spadek popytu niż potencjalnego produktu w br. spowoduje, że luka popytowa ukształtuje się w 2020 r. na wyrażnie ujemnym poziomie (Wykres 4.18). W kolejnych latach luka popytowa ulegnie zawężeniu, ale nie domknie się do końca horyzontu projekcji. Taki kształt luki popytowej wynika z dużej persystencji oddziaływania czynników obniżających obecnie popyt, przy szybszym ustępowaniu ograniczeń po stronie podaży.

Rynek pracy

W II kw. 2020 r., wraz z silnym obniżeniem aktywności gospodarczej na skutek wybuchu pandemii, nastąpił spadek liczby pracujących przy relatywnie mniejszym obniżeniu aktywności zawodowej (por. rozdz. 2.4 Rynek pracy, Wykres 4.19). Skalę wzrostu stopy bezrobocia łagodziły działania antykryzysowe rządu obejmujące dotacje dla przedsiębiorstw, w tym dofinansowanie do wynagrodzeń w czasie obniżonego wymiaru czasu pracy oraz przestoju ekonomicznego.

W kolejnych kwartałach, wraz z upływem okresów wypowiedzeń oraz utrzymującego się obniżonego popytu na pracę, nastąpi dalsza redukcja liczby pracujących oraz wzrost stopy bezrobocia pomimo zmniejszenia skali spadku PKB w ujęciu r/r. Na wzrost stopy bezrobocia będzie miało również wpływ założone w projekcji zmniejszenie skali działań antykryzysowych rządu. W dalszym horyzoncie projekcji, wraz ze stopniową odbudową aktywności gospodarczej, stopa bezrobocia ponownie się obniży, ale pozostanie na podwyższonym poziomie w stosunku do okresu sprzed wybuchu epidemii.

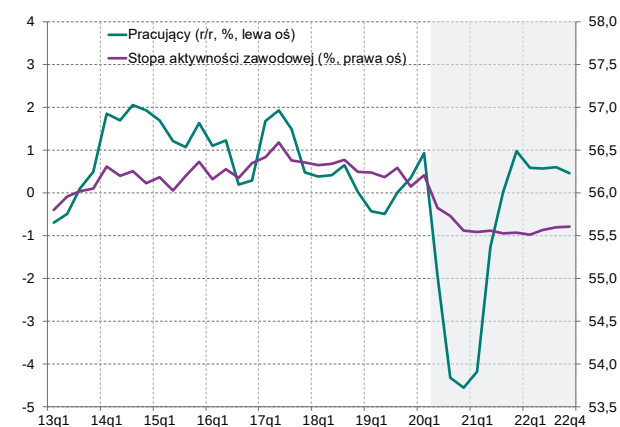
Wykres 4.18 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

Wykres 4.19 Pracujący i aktywność zawodowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

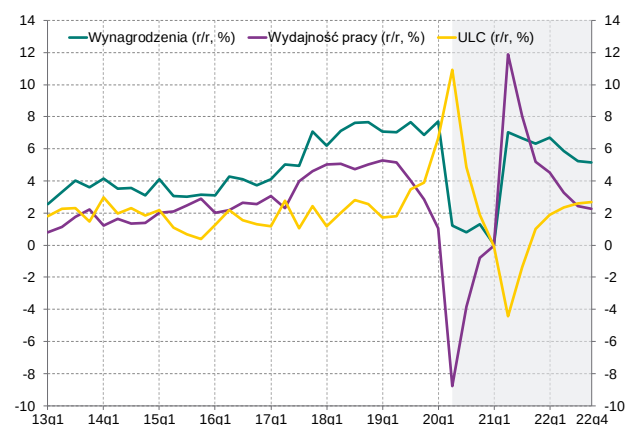
Spadkowi zatrudnienia w II kw. 2020 r. towarzyszyło silne obniżenie poziomu wynagrodzeń względem I kw. br., wynikające z redukcji elastycznych składników płac, w tym obniżania komponentów wynagrodzeń zależnych od intensywności pracy, a także ograniczania części planowanych wcześniej podwyżek. Zmniejszeniu uległ również średni wymiar czasu pracy. Uchylenie kolejnych restrykcji, stopniowa odbudowa aktywności gospodarczej oraz wzrost produktywności pracy spowodują, że od II poł. br. płace ponownie zaczną rosnąć, choć ich dynamika w ujęciu r/r pozostanie zbliżona do zera aż do początku 2021 r. (Wykres 4.20). W kolejnych latach tendencja ta będzie kontynuowana, ale średnie tempo wzrostu wynagrodzeń nie osiągnie poziomu z lat 2018-2019 z powodu podwyższonego poziomu stopy bezrobocia.

Inflacja CPI

Negatywne skutki pandemii w postaci obniżonej aktywności ekonomicznej przyczynią się do spadku inflacji, a następnie jej utrzymania na niskim poziomie (Wykres 4.21, Wykres 4.22, Wykres 4.23). W kierunku obniżenia inflacji będzie oddziaływać ograniczona skala odbudowy popytu, utrzymująca się na podwyższonym poziomie stopa bezrobocia oraz umiarkowane tempo wzrostu wynagrodzeń. Globalny zasięg epidemii i powolne tempo odbudowy PKB u partnerów handlowych Polski będzie skutkować niską inflacją w otoczeniu gospodarczym Polski oraz obniżonym poziomem cen surowców energetycznych na rynkach światowych.

Skalę spadku inflacji w najbliższych kwartałach będzie ograniczać wzrost kosztów funkcjonowania części przedsiębiorstw związanych z wprowadzonymi obostrzeniami sanitarnymi, jak również z częściowym zakłóceniem sieci dostaw. Pomimo zniesienia większości restrykcji niektóre obostrzenia, w tym konieczność odbycia kwarantanny przez osoby mające styczność z chorymi na COVID-19, zalecane dystansowanie

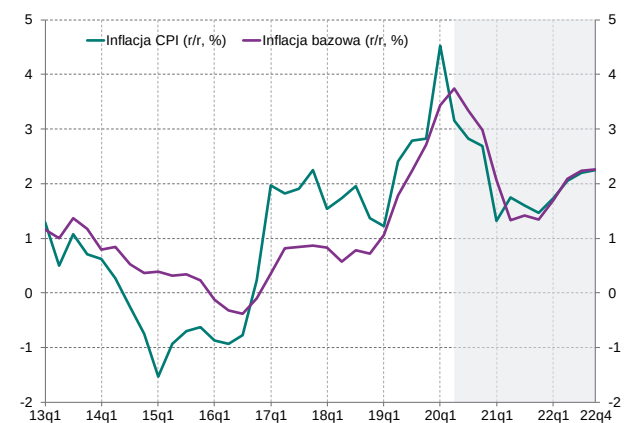
Wykres 4.20 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie iloczynu przeciętnego wynagrodzenia i liczby pracujących w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących. Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców.

Wykres 4.21 Inflacja CPI i bazowa



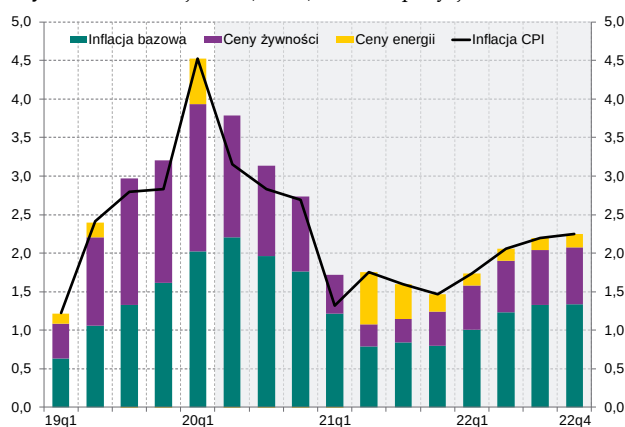
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

społecznie, konieczność zapewnienia warunków pracy dostosowanych do wymogów sanitarnych, zwiększają obecnie koszty firm i obniżają ich wydajność. Również skutki zaburzeń globalnych sieci podaży spowodowanych wybuchem pandemii mogą okazać się relatywnie trwałe. Ograniczenia po stronie podaży będą oddziaływać w kierunku zmniejszenia ujemnej luki popytowej i, tym samym, w kierunku zmniejszenia presji na obniżenie dynamiki cen. Ponadto inflację w br. podwyższać będzie wysoka dynamika cen towarów akcyzowych po podwyżce podatku akcyzowego w styczniu. Na relatywnie wysokim poziomie wciąż kształtują się ceny żywności, odzwierciedlając efekty słabszych ubiegłorocznych zbiorów oraz deprecjacji kursu walutowego po wybuchu pandemii.

Czynniki podwyższające obecnie inflację będą jednak stopniowo ustępować i w średnim horyzoncie inflacja obniży się, kształtując się do końca horyzontu projekcji poniżej 2,5%. Najniższy poziom inflacji osiągnie w 2021 r. ze względu na wciąż relatywnie słabą w tym czasie presję popytową oraz spadek jednostkowych kosztów pracy. Ponadto ze względu na normalizację sytuacji epidemicznej dalszy wzrost kosztów związanych z restrykcjami nakładanymi na funkcjonowanie gospodarki będzie już ograniczony, a w części przedsiębiorstw może nastąpić ich spadek. Czynnikiem obniżającym inflację w tym horyzoncie będzie również wyższa podaż żywności względem br. ze względu na przyjęcie założenia o normalizacji warunków agrometeorologicznych w kraju.

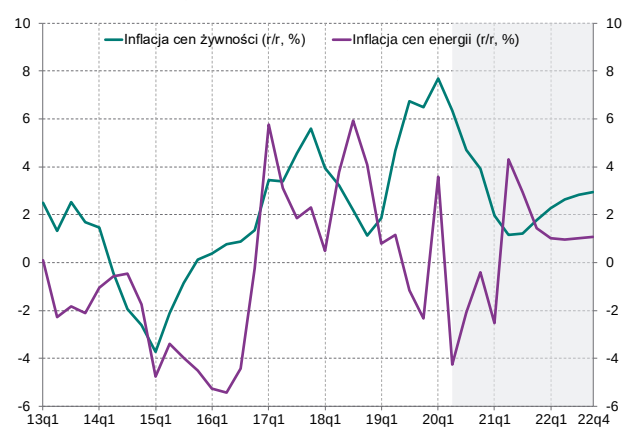
W 2022 r. nastąpi ponowny, umiarkowany jednak, wzrost inflacji będący pochodną dalszego wzrostu popytu krajowego i zagranicznego i, w konsekwencji, zawężenia ujemnej luki popytowej. Jednocześnie pod koniec horyzontu projekcji na skutek poprawy sytuacji na rynku pracy tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy ponownie przyspieszy, co również będzie sprzyjać wyższemu wzrostowi cen konsumpcyjnych. W

Wykres 4.22 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

tym samym kierunku będzie oddziaływać oczekiwany wzrost inflacji w otoczeniu gospodarczym Polski, wpływający na wyższe ceny importu.

4.4 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejsze źródło ryzyka dla aktywności gospodarczej, oraz – w mniejszym stopniu – dla kształtowania się inflacji w Polsce stanowi dalszy przebieg pandemii. Wpływ pandemii na zmiany inflacji jest bowiem wypadkową, z jednej strony, zmian popytu, a z drugiej – kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB i inflacji CPI wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji (Tabela 4.3). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchylen od celu inflacyjnego NBP (określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. w średnim okresie) w pierwszych kwartałach obniża się, a następnie rośnie do poziomu zbliżonego do 40% w końcu horyzontu projekcji (Tabela 4.3).

Ostrzejszy przebieg pandemii połączony z trwałą utratą potencjału wytwórczego polskiej gospodarki

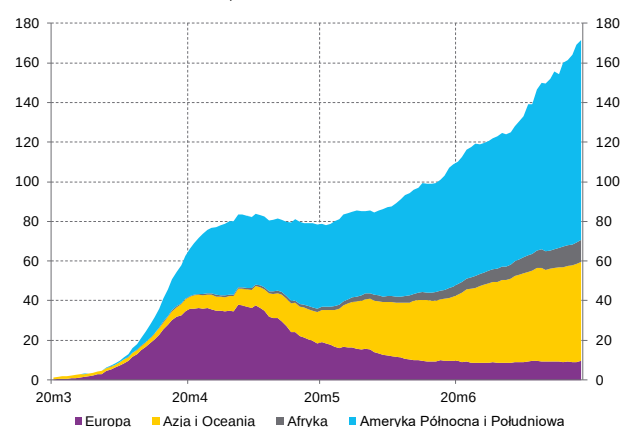
W bieżącej rundzie progностycznej głównym ryzykiem dla realizacji centralnego scenariusza projekcyjnego jest inny niż założono przebieg pandemii koronawirusa. Stopniowe luzowanie wcześniej wprowadzonych restrykcji przez rządy poszczególnych krajów rodzi ryzyko wzrostu liczby nowych zakażeń (tzw. drugiej fali), które może doprowadzić do wyraźnego pogorszenia

Tabela 4.3 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
20q2	0,00	0,03	0,85	0,50	0,85
20q3	0,04	0,35	0,86	0,53	0,82
20q4	0,17	0,49	0,84	0,57	0,67
21q1	0,66	0,91	0,99	0,60	0,33
21q2	0,57	0,83	0,96	0,64	0,39
21q3	0,64	0,87	0,98	0,67	0,34
21q4	0,68	0,88	0,98	0,67	0,30
22q1	0,60	0,82	0,95	0,66	0,35
22q2	0,51	0,73	0,90	0,64	0,39
22q3	0,46	0,68	0,86	0,61	0,40
22q4	0,43	0,64	0,83	0,59	0,40

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Dzienna liczba nowych przypadków COVID-19 (tys. osób, 7-dniowa średnia)



Źródło: Johns Hopkins University, obliczenia NBP.

sytuacji epidemicznej i powrotu części ograniczeń administracyjnych. W tych rejonach świata, w których liczba nowych potwierdzonych przypadków nadal rośnie (m.in. Indie, Ameryka Płd., Wykres 4.24) występuje natomiast ryzyko dalszego silnego przyrostu nowych zachorowań. W takim scenariuszu pojawianie się ognisk epidemii w zakładach pracy w kraju i za granicą może wymagać wstrzymania ich działalności oraz przyczynić się do zaburzenia w łańcuchach dostaw. Pesymistyczny scenariusz dalszego

przebiegu pandemii zakłada, że do czasu pojawienia się szczepionki i/lub skutecznego leczenia można oczekiwać przedłużania okresu obowiązywania obecnych ograniczeń nałożonych na działalność gospodarczą w Polsce i za granicą oraz przywrócenia części już zniesionych restrykcji.

Wzrost zachorowań, ponowne zaostrzenie restrykcji oraz dłuższy okres ich obowiązywania przyczyniłyby się do trwałej zmiany zachowań ekonomicznych ludności zgodnie z zasadą zwiększonego dystansu społecznego, co przełożyłoby się na ograniczenie popytu na wiele typów usług. Utrzymująca się wysoka niepewność i pesymistyczne nastroje podmiotów gospodarczych mogłyby z kolei skutkować wzrostem napięć na rynkach finansowych oraz ograniczeniem inwestycji.

Te negatywne tendencje mogłyby dodatkowo zostać wzmocnione przez zahamowanie lub odwrócenie procesu globalizacji, w tym nasilenie sporów gospodarczych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Unią Europejską i Chinami. W następstwie tych działań mogłoby dojść do zerwania istniejących globalnych łańcuchów wartości dodanej, co trwale zwiększyłoby skalę zaburzeń w handlu światowym. Trudności z opanowaniem epidemii w niektórych gospodarkach wschodzących mogłyby z kolei przełożyć się na ograniczony dostęp do zagranicznego finansowania ich rosnących potrzeb pożyczkowych, odpływ kapitału oraz wzrost niestabilności politycznej.

Kolejnym czynnikiem, który opóźniałby odbudowę aktywności gospodarczej może być nasilenie problemów fiskalnych w najbardziej dotkniętych kryzysem krajach strefy euro skutkujące wzrostem niepewności i pogorszeniem się nastrojów podmiotów gospodarczych.

Dłuższy i ostrzejszy niż założono w scenariuszu bazowym przebieg pandemii koronawirusa oraz

materializacja którychś z powyższych ryzyk, przyczyniłaby się do silniejszego spadku aktywności gospodarczej i jej wolniejszej odbudowy w gospodarce światowej, w tym również w Polsce. Istotne ograniczenie inwestycji przedsiębiorstw, w tym w odnowienie istniejącego parku technologicznego, wzrost stopy bezrobocia równowagi w następstwie negatywnego efektu histerezy, obniżenie aktywności zawodowej i wolniejsza dynamika łącznej produktywności czynników produkcji, skutkowałyby trwałym ubytkiem potencjału wytwórczego krajowej gospodarki. W konsekwencji obniżeniu uległaby długookresowa ścieżka wzrostu gospodarczego, a powrót do poziomu produkcji sprzed pandemii uległby wydłużeniu.

Łagodniejszy przebieg pandemii połączony z szybszym powrotem do ścieżki długookresowego tempa wzrostu

Z drugiej strony, możliwy – choć znacznie mniej prawdopodobny – jest łagodniejszy rozwój pandemii za granicą i w Polsce względem scenariusza bazowego. Do szybszego wygaszenia pandemii mogłyby się przyczynić postępy w zakresie testowania i wykrywania kontaktów osób zakażonych, wzmocniony reżim sanitarny czy pojawienie się skutecznej terapii. W rezultacie tempo znoszenia wprowadzonych wcześniej restrykcji uległoby przyspieszeniu, a zasady dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej oraz przemieszczania się ludności powróciłyby do stanu zbliżonego do tego sprzed pandemii. W ślad za szybką poprawą sytuacji epidemicznej nastąpiłby również wzrost optymizmu wśród gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Szybsza normalizacja sytuacji epidemicznej oddziaływałaby na poprawę globalnego sentymentu, co z kolei przełożyłoby się na stopniowe wygasanie napięć w handlu światowym oraz wzrost wolumenu

międzynarodowej wymiany handlowej. W tym scenariuszu podjęte działania fiskalne i monetarne okazałyby się wystarczającym wsparciem dla podmiotów gospodarczych, umożliwiając relatywnie szybki wzrost aktywności ekonomicznej oraz odbudowę potencjału wytwórczego. Prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza zwiększyłoby wprowadzenie w życie nowego pakietu stymulacyjnego tzw. Instrumentu na rzecz odbudowy gospodarczej UE (*Next Generation EU*). Pakiet o wartości 750 mld euro, który w optymistycznym wariantcie mógłby zacząć obowiązywać już w 2021 r., byłby istotnym wsparciem dla wzrostu gospodarczego w Polsce oraz jej najbliższym otoczeniu.

W scenariuszu łagodniejszego rozwoju pandemii, przy istotnym spadku niepewności, nie nastąpiłby trwały spadek krajowego potencjału wytwórczego, a aktywność gospodarcza powróciłaby pod koniec 2022 r. do poziomu zbliżonego do prognozowanego przed wybuchem pandemii.

Ceny surowców energetycznych i rolnych

Istotnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji – poza niepewnością związaną z przyszłym przebiegiem pandemii i jej wpływem na krajową gospodarkę – pozostają zmiany cen surowców energetycznych i rolnych zarówno na globalnych jak i lokalnych rynkach. Ceny ropy naftowej i innych surowców energetycznych na rynkach światowych mogą podlegać istotnym wahaniom nie tylko z powodu zmian popytu, ale również pod wpływem działań podejmowanych przez głównych producentów w reakcji na ich sytuację budżetową bądź kondycję krajowych sektorów wydobywczych. Ryzyko wyraźnego odchylenia warunków pogodowych względem wieloletniej średniej w krajach będących ważnymi producentami żywności oraz w Polsce, stanowi z kolei dodatkowe istotne źródło niepewności dla

kształtowania się cen żywności w horyzoncie projekcji.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2019				2020				2021				2022				2019	2020	2021	2022
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	1,2	2,4	2,8	2,8	4,5	3,2	2,8	2,7	1,3	1,8	1,6	1,5	1,7	2,1	2,2	2,2	2,3	3,3	1,5	2,1
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,1	1,8	2,2	2,7	3,4	3,7	3,3	3,0	2,1	1,3	1,4	1,3	1,7	2,1	2,2	2,3	2,0	3,4	1,5	2,1
Ceny żywności (% r/r)	1,8	4,7	6,7	6,5	7,7	6,4	4,7	3,9	2,0	1,2	1,2	1,8	2,3	2,6	2,8	2,9	4,9	5,7	1,5	2,7
Ceny energii (% r/r)	0,8	1,2	-1,2	-2,3	3,6	-4,3	-2,1	-0,4	-2,5	4,3	2,9	1,4	1,0	1,0	1,0	1,1	-0,4	-0,9	1,5	1,0
PKB (% r/r)	4,8	4,6	4,0	3,2	2,0	-10,6	-7,7	-5,3	-4,2	10,5	8,1	6,2	5,1	3,9	3,1	2,7	4,1	-5,4	4,9	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	3,3	4,7	3,3	1,3	1,7	-11,1	-9,1	-5,3	-4,9	9,8	8,8	6,2	5,5	4,3	3,3	2,8	3,0	-6,0	4,7	4,0
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	3,9	4,4	3,9	3,3	1,2	-12,0	-4,3	-2,2	-0,7	14,5	5,6	3,1	2,8	2,7	2,2	2,1	3,9	-4,2	5,3	2,4
Spożycie publiczne (% r/r)	7,4	4,3	5,4	3,2	4,3	7,0	5,7	6,0	3,5	3,1	4,1	1,8	4,7	3,7	2,8	2,6	4,9	5,5	3,1	3,4
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	11,6	8,8	4,6	6,1	0,9	-18,5	-20,0	-17,8	-19,3	1,0	8,2	6,2	9,0	10,3	7,2	5,4	7,2	-13,5	-2,0	7,9
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	1,6	0,2	0,9	2,0	0,4	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,9	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	1,2	0,4	0,3	-0,1
Eksport (% r/r)	8,5	3,6	4,9	2,0	0,6	-22,3	-14,3	-12,3	-8,0	24,4	15,7	16,2	13,1	11,7	10,0	8,9	4,7	-12,0	11,0	10,8
Import (% r/r)	5,9	3,6	3,5	-2,0	-0,2	-24,5	-17,3	-12,6	-9,4	24,0	17,7	16,8	14,3	13,1	11,0	9,4	2,7	-13,4	11,0	11,9
Wynagrodzenia (% r/r)	7,1	7,0	7,7	6,9	7,7	1,2	0,8	1,3	0,1	7,0	6,7	6,3	6,7	5,9	5,3	5,1	7,2	2,6	5,0	5,7
Pracujący (% r/r)	-0,4	-0,5	0,0	0,4	0,9	-1,9	-4,3	-4,6	-4,2	-1,3	0,0	1,0	0,6	0,6	0,6	0,5	-0,1	-2,5	-1,1	0,6
Stopa bezrobocia (%)	3,8	3,5	3,0	2,8	3,0	4,9	5,9	6,4	5,9	5,6	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1	5,1	3,3	5,0	5,6	5,2
NAWRU (%)	3,7	3,6	3,6	3,6	3,9	4,9	5,0	5,0	5,0	5,2	5,2	5,2	5,1	5,2	5,2	5,2	3,6	4,7	5,1	5,2
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,3	56,1	56,2	55,8	55,7	55,6	55,5	55,6	55,5	55,5	55,5	55,6	55,6	55,6	56,2	55,8	55,5	55,6
Wydajność pracy (% r/r)	5,3	5,1	4,0	2,9	1,1	-8,8	-3,8	-0,8	0,0	11,9	8,1	5,2	4,5	3,3	2,4	2,3	4,3	-2,9	6,1	3,1
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,7	1,8	3,5	3,9	6,6	10,9	4,9	1,9	-0,1	-4,4	-1,4	1,0	1,9	2,3	2,6	2,7	2,8	5,7	-1,3	2,4
Produkt potencjalny (% r/r)	3,7	3,6	3,6	3,5	2,9	-1,3	-1,5	-0,9	-0,3	3,6	3,5	2,8	2,5	2,6	2,7	2,9	3,6	-0,2	2,4	2,7
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	1,9	1,9	1,7	0,9	1,2	-7,6	-4,7	-3,6	-2,8	-1,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	1,6	-3,6	-1,3	-0,3
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,89	0,93	0,91	0,97	0,96	0,89	0,89	0,87	0,87	0,89	0,91	0,89	0,89	0,91	0,93	0,90	0,93	0,91	0,89	0,91
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,66	0,57	0,52	0,59	0,53	0,36	0,39	0,43	0,46	0,46	0,46	0,49	0,51	0,50	0,50	0,52	0,59	0,43	0,47	0,50
Inflacja za granicą (% r/r)	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	2,6	0,6	0,0	0,1	-0,6	1,6	1,9	1,6	1,3	1,1	1,0	1,8	1,3	0,8	1,2
PKB za granicą (% r/r)	1,6	1,2	1,3	1,0	-2,5	-14,9	-9,3	-6,9	-2,9	12,7	6,6	4,8	4,1	3,4	2,8	2,3	1,3	-8,4	5,0	3,1
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,2	1,4	1,8	2,4	3,2	4,4	6,3	6,3	6,2	5,2	3,3	2,7	2,5	2,5	2,6	2,6	2,4	6,3	2,7	2,6
WIBOR 3M (%)	1,72	1,72	1,72	1,71	1,62	0,58	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	1,72	0,66	0,22	0,22

Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

Dla większości zmiennych wartości do I kw. 2020 r. są wyznaczone w oparciu o wielkość surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – kwiecień 2020 r.

■ Data: 5 lutego 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p.b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. M. Łon

Przeciw: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

R.Sura był nieobecny.

■ Data: 4 marca 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p.b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. M. Łon

Przeciw: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
R. Sura
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

■ Data: 17 marca 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stopy referencyjnej NBP o 50 p.b. do 1,00% oraz o ustalenie wysokości pozostałych stóp procentowych NBP na następującym poziomie:

- stopa lombardowa 1,50%
- stopa depozytowa 0,50%
- stopa redyskontowa weksli 1,05%
- stopa dyskontowa weksli 1,10%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
C. Kochalski
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw: Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
K. Zubelewicz

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 17 marca 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2020 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

RPP obniżyła stopę referencyjną o 50 p.b. do 1,00% oraz ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP:

- stopa lombardowa 1,50%
- stopa depozytowa 0,50%
- stopa redyskontowa weksli 1,05%
- stopa dyskontowa weksli 1,10%.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
C. Kochalski
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw: Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
K. Zubelewicz

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 17 marca 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,25%.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

C. Kochalski

E. M. Łon

R. Sura

J. Żyżyński

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 17 marca 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,50%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

C. Kochalski

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw: Ł. J. Hardt

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 17 marca 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2020 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Decyzja RPP:

RPP obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,50%.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	Ł. J. Hardt
	G. M. Ancyparowicz		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		
	J. Żyżyński		

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 17 marca 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie oprocentowania środków utrzymywanych w formie rezerwy obowiązkowej z 0,50% do 1,0 wysokości stopy referencyjnej NBP.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	nikt nie głosował
	G. M. Ancyparowicz		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		
	J. Żyżyński		

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 17 marca 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2020 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Decyzja RPP:

RPP podwyższyła oprocentowanie środków utrzymywanych w formie rezerwy obowiązkowej z 0,50% do 1,0 wysokości stopy referencyjnej NBP.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	nikt nie głosował
	G. M. Ancyparowicz		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		
	J. Żyżyński		

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 8 kwietnia 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 50 p.b.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	Ł. J. Hardt
	G. M. Ancyparowicz		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	J. Żyżyński		

E. Gatnar i K. Zubelewicz byli nieobecni.

■ Data: 8 kwietnia 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2020 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 50 p.b.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	Ł. J. Hardt
	G. M. Ancyparowicz		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	J. Żyżyński		

E.Gatnar i K.Zubelewicz byli nieobecni.

■ Data: 8 kwietnia 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2020 zmieniająca uchwałę w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2020.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	nikt nie głosował
	G. M. Ancyparowicz		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	J. Żyżyński		

E.Gatnar i K.Zubelewicz byli nieobecni.

■ Data: 8 kwietnia 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2020 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego na dzień 31 grudnia 2019 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	nikt nie głosował
	G. M. Ancyparowicz		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	J. Żyżyński		

E.Gatnar i K.Zubelewicz byli nieobecni.

www.nbp.pl

