

GABINET CIENI RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Warszawa, 2 kwietnia 2014 r.

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej dnia 2 kwietnia 2014 roku*

Gabinet Cieni Rady Polityki Pieniężnej podjął decyzję o pozostawieniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie:

- ❑ stopę referencyjną – do poziomu 2,50% w skali rocznej,
- ❑ stopę lombardową – do poziomu 4,00% w skali rocznej,
- ❑ stopę depozytową – do poziomu 1,00% w skali rocznej,
- ❑ stopę redyskonta weksli – do poziomu 2,75% w skali rocznej.

W lutym stopa inflacji CPI w odniesieniu do analogicznego miesiąca poprzedniego roku wzrosła do 0,7% wobec 0,5% w styczniu po rewizji. W ujęciu miesięcznym wskaźnik cen konsumenta wyniósł 0,1%. Największy dodatni wpływ na wzrost inflacji miały ceny żywności i napojów bezalkoholowych, co w głównej mierze jest efektem tegorocznej podwyżki akcyzy. Zdaniem *Gabinetu Cieni* czynnik ten będzie jeszcze podnosił wskaźnik inflacji w kolejnych miesiącach. W przeciwną stronę oddziaływały ceny odzieży i obuwia, których sezonowe obniżki rozpoczęły się wcześniej niż zwykle na skutek ciepłej zimy. *Gabinet Cieni* dostrzega utrzymującą się ujemną dynamikę cen nośników energii, która dodatkowo obniża inflację. Jednocześnie dane dotyczące inflacji zdaniem *Gabinetu Cieni* wskazują na występowanie słabej presji popytowej w gospodarce.

PKB w IV kwartale 2013 roku w wartościach odsezonowanych wzrósł o 2,2% w ujęciu rocznym, natomiast o 0,6% kw/kw. Zarówno w ujęciu rocznym jak i kwartalnym nastąpił wzrost dynamiki popytu krajowego oraz spożycia ogółem. W dalszym ciągu utrzymuje się także dodatnia kontrybucja

* *Gabinet Cieni Rady Polityki Pieniężnej* jest projektem o charakterze wyłącznie naukowo-dydaktycznym. Celem *Gabinetu Cieni* nie jest naśladowanie, przewidywanie ani sugerowanie posunięć rzeczywistej Rady Polityki Pieniężnej. Wszystkie opinie i komentarze zamieszczone w niniejszym raporcie są wyrazem prywatnych poglądów Autorów. Decyzje *Gabinetu Cieni* każdorazowo podejmowane są w kontekście zastanej rzeczywistości gospodarczej, w szczególności zaś w zakresie obowiązujących w Polsce oraz na świecie stóp procentowych, których poziom określany jest przez banki centralne.

eksportu netto, przy czym rośnie zarówno eksport jak i import. W opinii *Gabinetu Cieni* dane te świadczą o ożywieniu gospodarczym w Polsce, a struktura wzrostu wskazuje na stopniową odbudowę popytu wewnętrznego.

Koniunktura w przemyśle w lutym nieco pogorszyła się w stosunku do poprzedniego miesiąca – choć produkcja sprzedana wzrosła o 6,4% rok do roku, w ujęciu miesięcznym po odsezonowaniu zanotowała spadek o 1,6%. *Gabinet Cieni* zdaje sobie sprawę, że na spowolnienie w przemyśle mogły wpłynąć wysokie temperatury w lutym, które ograniczyły popyt na produkcję ciepłowni. Z drugiej strony ten sam czynnik oddziałuje pozytywnie na produkcję budowlano-montażową, która wzrosła o 14,2% w ujęciu rocznym. PMI dla przemysłu w lutym spadło do poziomu 54 pkt. z powodu ograniczenia wielkości zamówień eksportowych. Natomiast sprzedaż detaliczna wciąż rośnie szybko, choć *Gabinet Cieni* dostrzega, że jest to częściowo spowodowane czasową możliwością odliczenia VAT od samochodów z kratką.

Bezrobocie rejestrowane spadło po raz pierwszy od sześciu miesięcy i wyniosło w lutym 13,9%, utrzymując tendencję spadkową w wartościach odsezonowanych. W porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku stopa bezrobocia była niższa o 0,5 p.p. Wskaźnik bezrobocia mierzonego metodą BAEL w IV kwartale w stosunku do kwartału poprzedniego nie uległ zmianie. *Gabinet Cieni* uznaje ożywienie na rynku pracy jako jeden z argumentów wskazujących na trwałość ożywienia polskiej gospodarki.

Wynagrodzenia nominalne w styczniu wzrosły w ujęciu miesięcznym przy jednocześnie wysokiej dynamice rocznej. Również w ujęciu realnym zauważalny jest znaczny wzrost rok do roku. Kolejny miesiąc z rzędu zatrudnienie osiąga nieznaczną, dodatnią dynamikę zarówno w ujęciu miesięcznym jak i rocznym.

Deficyt budżetu centralnego po lutym wyniósł 11,7 mld zł, co stanowi 24,7% planu. *Gabinet Cieni* wskazuje na wyraźny wzrost dochodów budżetowych w wartościach absolutnych w stosunku do poprzedniego roku. Jest to wynikiem zwiększenia wpływów budżetowych z tytułu podatków pośrednich, co jest potwierdzeniem poprawy koniunktury.

Na rynku międzybankowym kolejny miesiąc z rzędu nie ma żadnych znaczących zmian, a krzywa dochodowości nadal jest płaska. Kredyty konsumpcyjne oraz mieszkaniowe zanotowały niewielkie spadki w ujęciu miesięcznym przy jednoczesnym znacznym wzroście w stosunku r/r. W przypadku kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw ich dynamika miesięczna kształtuje się nieznacznie powyżej zera przy jednoczesnym wzroście o 8,91% w ujęciu rocznym. *Gabinet Cieni* kolejny raz pragnie zwrócić uwagę na niską, w tym miesiącu wręcz ujemną dynamikę kredytów konsumpcyjnych.

W marcu najważniejsze indeksy warszawskiej GPW cechowały się znacznymi zmianami, na początku miesiąca nastąpiły wyraźne spadki, a następnie indeks wrócił do trendu wzrostowego. *Gabinet Cieni* pragnie zauważyć, że wydarzenia z pierwszej połowy marca były wynikiem obawy o dalsze losy związane z sytuacją na Ukrainie, a sytuacja obecnie uległa ustabilizowaniu.

Na marcowym posiedzeniu zgodnie z przewidywaniami *Gabinetu Cieni* rada prezesów EBC zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Wskaźnik HICP według szacunkowych danych spadł w marcu do 0,5% głównie z powodu silnej ujemnej kontrybucji cen nośników energii - zdaniem *Gabinetu Cieni* w strefie euro występuje istotne ryzyko deflacji. Odsezonowana stopa bezrobocia od pięciu miesięcy utrzymuje się na poziomie tym samym, wysokim poziomie. Zdaniem *Gabinetu Cieni* gospodarka Niemiec znajduje się w dobrej i stabilnej sytuacji, co potwierdzają wstępne dane o wzroście w IV kw. Nadal dobre dane płyną z przemysłu – odczyty produkcji przemysłowej jak i wskaźnika PMI w marcu były pozytywne.

W Stanach Zjednoczonych wskaźnik CPI po czterech miesiącach wzrostów spadł w lutym do 1,1%. Zdaniem *Gabinetu Cieni* to efekt przede wszystkim spadku cen energii, w tym gazu. Bezrobocie wzrosło w lutym do 6,7%, utrzymując się na podobnym poziomie od kilku miesięcy. Wskaźnik PMI w marcu spadł, jednak nadal pozostaje na stosunkowo wysokim poziomie. Zdaniem *Gabinetu Cieni* gospodarka amerykańska jest na ścieżce stopniowej poprawy koniunktury.

Po zapoznaniu się ze stanem gospodarki oraz po przeprowadzonej dyskusji *Gabinet Cieni* podjął decyzję o **pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie**. Na posiedzeniu został złożony wniosek o obniżkę stóp o 25 punktów bazowych, jednak został on odrzucony większością głosów.

W gospodarce widoczne są oznaki ożywienia przy niskiej presji popytowej oraz obniżonym poziomie oczekiwań inflacyjnych. *Gabinet Cieni* jest zaniepokojony utrzymywaniem się wskaźnika CPI znacząco poniżej pasma dopuszczalnych wahań, także w średnim terminie – co wynika z projekcji inflacji NBP. Zdaniem *Gabinetu Cieni* jednak ryzyko deflacji jest ograniczone, a stabilność cen pozostanie zachowana wobec czego obniżka stóp procentowych w bieżącej sytuacji nie jest konieczna. Jednocześnie zdaniem *Gabinetu Cieni* ewentualna obniżka obecnym miesiącu mogłaby zadziałać procyklicznie w pierwszej połowie 2015 r. oraz wydłużyłaby późniejszy proces powrotu stóp do poziomu naturalnego dla polskiej gospodarki.

Zdaniem *Gabinetu Cieni* dane w przyszłych miesiącach będą kluczowe dla dalszych działań i rolą *Gabinetu Cieni* jest na tym etapie dokładne monitorowanie sytuacji w polskiej i światowej gospodarce. W opinii *Gabinetu Cieni* stopy powinny pozostać na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca obecnego półrocza, a w dłuższym okresie powinny zostać dostosowane do poziomu naturalnego dla polskiej gospodarki.

Opiekun naukowy



Prof. dr hab. Cezary Wójcik

cezary.wojcik@sgh.waw.pl

Dyrektor Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN, adiunkt w SGH, od maja 2007 r. do października 2008 r. Dyrektor Biura ds. Integracji ze Strefą Euro w NBP. Ukończył SGH oraz Wydział Prawa UW. Absolwent Advanced Studies Program in International Economic Policy Research w Kilońskim Instytucie Gospodarki Światowej i International Faculty Development Program w IESE Business School. Autor kilkudziesięciu publikacji naukowych z zakresu polityki pieniężnej i kursowej. W 2004 r. powołany w skład Rady Makroekonomicznej przy Ministrze Finansów, w latach 2005-2006 Radca Ministra Finansów. W przeszłości pracował w Europejskim Banku Centralnym (2003-2004), Narodowym Banku Austrii i Wiedeńskim Instytucie Międzynarodowych Studiów Porównawczych (2000-2002). Stypendysta Fulbrighta, Komisji Europejskiej, Tygodnika „Polityka”, Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej, Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego. Władza językiem angielskim, niemieckim i hiszpańskim. Opiekun naukowy SKN FM oraz inicjator GC RPP.

Konsultant naukowy



Prof. dr hab. Michał Brzoza-Brzezina

mbrzez@sgh.waw.pl

Adiunkt w Katedrze Polityki Pieniężnej SGH oraz dyrektor Biura Badań Stosowanych NBP. Jest absolwentem Szkoły Głównej Handlowej, w przeszłości pracował w Europejskim Banku Centralnym i Narodowym Banku Austrii. Prowadzi prace badawcze z zakresu teorii pieniądza i polityki pieniężnej, jest autorem licznych opracowań opublikowanych w krajowych i zagranicznych czasopismach naukowych. Mówi po angielsku, niemiecku, francusku i hiszpańsku.

Członkowie Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej

Tomasz Kleszcz (tom.kleszcz@gmail.com) – Przewodniczący GC RPP / Sektor monetarny
Sebastian Wieczorek (wieczor6311@gmail.com) – Wiceprzewodniczący GC RPP / Sektor realny
Robert Świstelnicki (robert.swistelnicki@gmail.com) – Sektor monetarny
Tomasz Piechula (tom.piechula@gmail.com) – Sektor realny
Rafał Starościk (rstaroscik@gmail.com) – Sektor realny
Marcin Wroński (marcin.wronski@pte.pl) – Sektor realny
Paweł Ropiak (pawelekropiak@gmail.com) – Sektor rynków finansowych
Michał Przybylski (michal.przybylski93@gmail.com) – Sektor finansów publicznych
Marta Korczak (korczakmarta@gmail.com) – Sektor zagraniczny
Jan Rosa (jan.rosa1993@gmail.com) – Sektor zagraniczny