



GABINET CIENI RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Warszawa, 4 marca 2019 r.

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej dnia 27 lutego 2019 roku*

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

- ❑ stopa referencyjna 1,50% w skali rocznej,
- ❑ stopa lombardowa 2,50% w skali rocznej,
- ❑ stopa depozytowa 0,50% w skali rocznej,
- ❑ stopa redyskonta weksli 1,75% w skali rocznej.

Od września 2018 r. obserwuje się wyhamowanie inflacji w polskiej gospodarce. Dynamika CPI wg odczytu za styczeń 2019 r. wyniosła 0,9 proc. w ujęciu rocznym. Zjawiskiem najsilniej determinującym ujemny trend inflacji są malejące dynamiki cen transportu i żywności. Ponadto w ostatnim kwartale 2018 r. doszło do obniżki cen łączności. Zgodnie z wewnętrznymi prognozami *Gabinet Cieni* spodziewa się, że przeciętna roczna stopa inflacji wyniesie 1,6 proc. w 2019 r., zaś w pierwszym kwartale 2020 r. wzrośnie do poziomu 2,1 proc.

* *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.

W swoich pracach *Gabinet Cieni* korzysta z prognoz makroekonomicznych przygotowanych przez zespół Prognoz Gospodarki Polskiej SKN FM.

W ujęciu miesięcznym ceny w Polsce pozostają stabilne. W ostatnich miesiącach 2018 r. miesięczna stopa inflacji uplasowała się na poziomie 0 proc., w styczniu 2019 r. nieznacznie wzrosła do 0,1 proc.

Inflacja bazowa jest ustabilizowana na niskim poziomie. Grudniowy odczyt dynamiki CPI po wyłączeniu cen żywności i energii na poziomie 0,6 proc. w skali roku mieści się w obserwowanym od niemal dwóch lat korytarzu wahań 0,5 – 1 proc. *Gabinet Cieni* interpretuje stabilnie niski poziom inflacji bazowej jako przesłankę świadczącą o braku występowania silnej presji płacowej w Polsce.

Malejące odczyty dynamiki indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu w ocenie *Gabinetu Cieni* wskazują na brak presji kosztowej po stronie producentów. Roczna stopa inflacji PPI wyniosła w styczniu 2019 r. 2,2 proc. Taki odczyt wpisuje się w trwający od dwóch kwartałów spadkowy trend dynamiki PPI pomimo wystąpienia dodatniego efektu bazy statystycznej związanego z niskim pomiarem stopy PPI w styczniu ubiegłego roku.

Ostatni kwartał 2018 r. przyniósł silne wyhamowanie inflacji w strefie euro. Wskaźnik HICP odnotował spadek niemal o 1 p. proc., osiągając zgodnie z odczytem ze stycznia 2019 r. poziom 1,4 proc. w ujęciu rocznym. *Gabinet Cieni* dostrzega silną korelację stóp zmian indeksu HICP oraz krajowego CPI. W opinii *Gabinetu Cieni* korelacja ta może wynikać z podobnego wpływu czynników egzogenicznych na zmiany cen w Unii Europejskiej i w Polsce.

Dynamika podaży pieniądza kontynuuje trend wzrostowy, osiągając w styczniu 2019 r. poziom 8,8 proc. W największym stopniu przyczyniły się do tego wzrosty środka płatniczego M1, warto jednak odnotować, że styczeń był już czwartym miesiącem z rzędu, w którym kontrybucja agregatu M2 była dodatnia, co świadczy o wzroście depozytów terminowych w polskich bankach. Przyspiesza również podaż kredytu zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. W opinii *Gabinetu Cieni* wysokie dynamiki podaży pieniądza i kredytu świadczą o utrzymującym się optymizmie zarówno konsumentów, jak i inwestorów, bez względu na możliwe pogorszenie się koniunktury w przyszłości.

Wskaźnik bezrobocia rejestrowanego osiągnął w styczniu 2019 r. poziom 6,1 proc. Jest to odczyt nieco wyższy niż w ubiegłych miesiącach, co wynika z czynników sezonowych. W nadchodzących kwartałach na podstawie wewnętrznych prognoz *Gabinet Cieni* spodziewa się stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 5,4 proc., co oznacza wzrost w porównaniu z poprzednią rundą progностyczną.

W gospodarce narodowej stabilnie wzrastają wynagrodzenia – w styczniu 2019 r. nominalna dynamika płac wyniosła 7,5 proc. w skali roku, zaś w ujęciu realnym 6,7 proc. rocznie.

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyraźnie wyhamowuje, choć nadal notuje dodatnie wartości, w styczniu 2019 r. osiągając wartość 2,9 proc. Maleje natomiast miesięczna liczba zgłaszanych ofert pracy, która w grudniu 2018 r. zmniejszyła się o 14,6 proc. W ocenie *Gabinetu Cieni* na podstawie danych z rynku pracy trudno dostrzec istotne nierównowagi, aczkolwiek dostrzegalne są symptomy wyhamowania w gospodarce.

W ostatnim kwartale ubiegłego roku dynamika PKB w cenach stałych wyhamowała do 4,9 proc., co oznacza, że średnioroczna stopa wzrostu wyniosła w Polsce 5,1 proc. Ubiegły kwartał przyniósł również spadek stopy wzrostu konsumpcji prywatnej do poziomu 4,3 proc., co oznacza spadek o 0,2 pkt. proc. w stosunku do poprzedniego kwartału. Czynnikiem dynamizującym PKB był natomiast rosnący eksport netto. Zgodnie z wewnętrznymi prognozami *Gabinet Cieni* spodziewa się dalszego wyhamowania tempa wzrostu PKB w nadchodzącym roku do poziomu nieco poniżej 4,3 proc.

Wskaźnik ufności konsumenckiej BWUK utrzymuje się na wysokim poziomie, osiągając w lutym 2019 r. wartość 5,5 pkt. Spadki natomiast kontynuuje indeks PMI, który po nieznacznym wzroście w styczniu zmalał ponownie do poziomu 47,6 pkt., co jest najniższym wynikiem od 2013 r. Dynamika produkcji przemysłowej utrzymuje się na stabilnym poziomie, oscylując wokół wartości 10 proc., obserwuje się jednakże silny spadek stopy wzrostu produkcji budowlano-montażowej, która między listopadem 2018 r. a styczniem 2019 r. utraciła aż 20 pkt. proc.

Gabinet Cieni wyraża opinię, że dane z sektora realnego wskazują na wejście Polski w okres dekoniunktury. Przejście do kolejnej fazy cyklu koniunkturalnego jest obecnie silniej widoczne po stronie podaży, po stronie popytowej nie dostrzega się obecnie sygnałów recesji ani pogorszenia nastrojów i oczekiwań.

Zarówno skala wydatków, jak i przychodów budżetowych była w 2018 r. wyższa niż w roku 2017. Przełożyło się to na deficyt budżetowy wysokości 10,4 mld zł w 2018 r., tj. o 15 mld zł niższy niż w roku 2017. W 2018 r. budżet zanotował również rekordowo wysokie wpływy z tytułu podatku VAT.

Dotacja budżetowa dla FUS wyniosła w 2018 r. 35,8 mld zł, co oznacza rezygnację Funduszu z 10,8 mld zł wobec planowanego transferu 46,6 mld zł z budżetu.

Stan finansów państwa *Gabinet Cieni* określa jako dobry pomimo braku nadwyżki budżetowej w roku szczytowego wzrostu PKB. W szczególności *Gabinet Cieni* podkreśla rekordowo niski poziom deficytu w stosunku do ubiegłych lat, co korzystnie wpływa na perspektywy warunków spłaty polskiego zadłużenia. Jednocześnie *Gabinet Cieni* z uwagą obserwuje wykonanie budżetu w 2019 r., dostrzegając zagrożenia związane z warunkami finansowania oczekiwanych podwyżek transferów socjalnych oraz ulg fiskalnych.

Na przełomie stycznia i lutego 2019 r. doszło do tąpnięcia kursu złotego względem dolara i euro, jednakże wartość polskiej waluty szybko powróciła do wielomiesięcznego poziomu równowagi. *Gabinet Cieni* nie dostrzega istotnych nierównowag na rynku *forex*.

W otoczeniu zewnętrznym Polski dochodzi do stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, przede wszystkim ze względu na zakończenie programu luzowania ilościowego przez EBC. Europejski Bank Centralny zapowiada pozostawienie stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy czas po zakończeniu skupu papierów wartościowych w ramach QE, jednakże ewentualny proces zmniejszania sumy bilansowej może wywrzeć silny wpływ na gospodarkę strefy euro ze względu na fakt, że aktywa EBC stanowią równowartość 45 proc. PKB krajów zrzeszonych w unii walutowej.

Po ostatniej podwyżce w grudniu 2018 r. stopa procentowa FED znajduje się na poziomie 2,25-2,5 proc. W 2019 r. oczekiwane są dalsze podwyżki stóp, jednakże w mniejszej liczbie niż w roku ubiegłym. FED prowadzi również działania zmierzające w długiej perspektywie do zmniejszenia sumy bilansowej do poziomu sprzed wejścia w życie programu QE.

Po zapoznaniu się ze stanem gospodarki i przeprowadzonej dyskusji *Gabinet Cieni* podjął decyzję o **pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie**.

Gabinet Cieni obserwowane obecnie wyjście inflacji poza dopuszczalny przedział odchyłeń uważa za przejściowe i oczekuje powrotu dynamiki CPI do celu w nadchodzących miesiącach. Wobec dostępnych gabinetowi projekcji PKB, ogółu danych z sektora realnego, jak również niskiej presji płacowej i kosztowej, *Gabinet Cieni* ocenia ryzyko wzrostu inflacji powyżej celu za znikome.

Gabinet Cieni po uwzględnieniu wskaźników sektora realnego i szacunków luki popytowej uważa, że polska gospodarka przekroczyła szczytowy punkt cyklu koniunkturalnego. *Gabinet Cieni* z uwagą będzie obserwował stan finansów publicznych w nadchodzącym okresie dekonunktury. Przy obecnym stanie wiedzy stan polskiej gospodarki należy, zdaniem *Gabinetu Cieni*, ocenić jako stabilny.

Najważniejszego źródła niepewności i możliwych nierównowag makroekonomicznych *Gabinet Cieni* upatruje w otoczeniu zewnętrznym Polski. Na szczególną uwagę zasługuje w tym kontekście reakcja gospodarek europejskich na stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej przez EBC oraz restrykcyjne działania Rezerwy Federalnej.

Zmienna	Jednostka	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019	IV kw. 2019	I kw. 2020
PKB	proc., r/r, realny NSA	4,4	4,3	4,3	4,1	3,8
Inwestycje	proc., r/r, realne	5,5	6,5	5,0	4,5	4,0
Konsumpcja	proc., r/r, realne	4,0	3,9	4,0	4,0	4,0
Inflacja CPI	proc., r/r, śr. okr.	1,1	1,6	1,6	2,1	2,3
Bezrobocie rej.	proc., na koniec okr.	5,9	5,4	5,3	5,4	5,4

Członkowie *Gabinetu Cieni* Rady Polityki Pieniężnej

Sebastian A. Roy (sebastian.amit.roy@gmail.com) – Przewodniczący GC RPP / Sektor rynków finansowych

Michał Kulbacki (bono.kulbacki@gmail.com) – Wiceprzewodniczący GC RPP / Sektor finansów publicznych

Antoni Marszałek (an.mars2808@gmail.com) – Sektor monetarny

Marta Nowakowicz (nowakow.marta@gmail.com) – Sektor realny

Mateusz Szysz (mateuszysz98@gmail.com) – Sektor realny

Jakub Czugała (jakub.czugała@gmail.com) – Sektor rynku pracy

Krzysztof Burda (krzysztof.burda@outlook.com) – Sektor finansów publicznych

Jakub Cierocki ([jciemrocki@gmail.com](mailto:jcierocki@gmail.com)) – Sektor finansów publicznych

Szymon Wieczorek (swieczorek817@gmail.com) – Sektor finansów publicznych

Adam Drożyński (adam.drozynski2@gmail.com) – Sektor rynków finansowych

Adam Kotula (akotula@o2.pl) – Koordynator zespołu Prognoz Gospodarki Polskiej

Opiekun naukowy



dr hab. Cezary Wójcik, prof. SGH

cezary.wojcik@sgh.waw.pl

Profesor SGH. W przeszłości dyrektor Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN i Biura ds. Integracji ze Strefą Euro w NBP. Założyciel Center for Leadership. Absolwent SGH, WPIA UW oraz programów z zakresu zarządzania na Uniwersytecie Harvarda, IESE Business School i HEC Paris. Były członek Rady Makroekonomicznej przy Ministrze Finansów, pracował w Europejskim Banku Centralnym i Narodowym Banku Austrii. Autor kilkudziesięciu publikacji naukowych z zakresu polityki pieniężnej i kursowej. Dwukrotny stypendysta Fulbrighta. Mówi po angielsku, niemiecku i hiszpańsku. Opiekun naukowy SKN FM oraz inicjator GC RPP.

Konsultant naukowy



Witold Grostal

witold.grostal@nbp.pl

Dyrektor Biura Strategii Polityki Pieniężnej w NBP. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej. Odbił szkolenia z makroekonomii m.in. w Międzynarodowym Funduszu Walutowym, Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, Europejskim Banku Centralnym, Banku Anglii oraz Narodowym Banku Szwajcarii. Odpowiada za opracowywanie dokumentów dotyczących strategii i komunikacji polityki pieniężnej, a także materiałów analitycznych na potrzeby polityki pieniężnej. Reprezentuje NBP na forach międzynarodowych. Prowadzi wykłady z polityki pieniężnej i makroekonomii dla pracowników banków centralnych, dziennikarzy, dyplomatów oraz studentów. Autor publikacji naukowych z dziedziny polityki pieniężnej. Mówi po angielsku i niemiecku.

Honorowy konsultant naukowy



dr hab. Michał Brzoza-Brzezina, prof. SGH

mbrzez@sgh.waw.pl

Profesor SGH w Katedrze Ekonomii Ilościowej oraz zastępca dyrektora Departamentu Badań Ekonomicznych w NBP. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej. W przeszłości pracował w Europejskim Banku Centralnym i Narodowym Banku Austrii. Prowadzi prace badawcze z zakresu teorii pieniądza i polityki pieniężnej, autor licznych opracowań opublikowanych w krajowych i zagranicznych czasopismach naukowych. Mówi po angielsku, niemiecku, francusku i