

GABINET CIENI RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Warszawa, 27 listopada 2013 r.

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej dnia 27 listopada 2013 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 październiku stopa inflacji CPI w odniesieniu do analogicznego miesiąca poprzedniego roku wyniosła 0,8% obniżając się o 0,2 p.p. w porównaniu do września. Wskaźnik cen konsumenta m/m wzrósł do poziomu 0,2%. Największy dodatni wpływ na ten wskaźnik miały wzrost cen odzieży i obuwia oraz podwyżki opłat związanych z łącznością. W przeciwnym kierunku oddziaływały ceny transportu, a także rekreacji i kultury oraz żywności i napojów bezalkoholowych. Zdaniem *Gabinetu Cieni* kontrybucja poszczególnych składowych świadczy o silnym wpływie czynników podażowych na zaniżanie inflacji. *Gabinet Cieni* dostrzega także, że wzrost cen odzieży i obuwia w październiku miał charakter sezonowy i nie wskazuje na występowanie znaczącej presji popytowej.

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii ukształtowała się w październiku na poziomie 1,4%, odnotowując wzrost o 0,1 p.p. w stosunku do września. *Gabinet Cieni* pragnie zwrócić uwagę na powiększanie się różnicy pomiędzy inflacją bazową a CPI, co zdaje się potwierdzać wnioski o ujemnym wpływie czynników podażowych na poziom cen. Roczny wskaźnik cen producenta

* *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.

(PPI) nieznacznie wzrósł w październiku i wyniósł -1,3% wobec 1,4% we wrześniu. Zdaniem *Gabinetu Cieni* potwierdza to wcześniejsze wnioski o braku presji kosztowej w sektorze przemysłowym. Światowe ceny żywności i surowców w październiku ponownie spadły, co w opinii *Gabinetu Cieni* może ograniczyć tempo wzrostu wskaźnika cen konsumenta w najbliższych miesiącach.

W III kw. 2013 r. PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych) wzrósł realnie o 0,6% kw/kw i był wyższy niż przed rokiem o 1,7%. Pozytywnym sygnałem jest stopniowa odbudowa popytu krajowego, którego kontrybucja do wzrostu wyniosła 0,5% r/r i była dodatnia po raz pierwszy od I kw. 2012 r. Również nakłady brutto na środki trwałe w III kw. zanotowały wzrost o 0,6% r/r, co stanowi odwrócenie tendencji spadkowej, trwającej od II kw. 2012r. W opinii *Gabinetu Cieni* wartość i struktura wzrostu PKB świadczą o ożywieniu gospodarczym w Polsce.

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w październiku o 3,7% r/r (poprzednio wzrost o 6,6%). Przetwórstwo przemysłowe w październiku zanotowało wzrost o 4,1% r/r (wartości odsezonowane), natomiast dynamika nowych zamówień w przemyśle wyniosła 1,8% r/r. Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 3,3%. *Gabinet Cieni* pragnie zwrócić uwagę, że wzrost optymizmu w postrzeganiu przyszłości przez przedsiębiorców znajduje swój wyraz w decyzjach inwestycyjnych. Rosnąca produkcja przemysłowa oraz zamówienia świadczą o polepszającej się koniunkturze.

Kolejny miesiąc z rzędu stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się na niezmiennym poziomie w stosunku do miesiąca poprzedniego i wyniosła w październiku 13%. W ocenie *Gabinetu Cieni* spodziewany wzrost stopy bezrobocia do końca IV kw. nie powinien przekroczyć 14%. Bezrobocie rejestrowane w wartościach odsezonowanych spadło w porównaniu do września o 0,02 p.p. i wyniosło 13,62%. Wynagrodzenie nominalne w październiku wzrosło o 3,1% r/r. Istotne znaczenie dla *Gabinetu Cieni* ma obserwowana ograniczona presja płacowa. Zatrudnienie 12. miesiąc z rzędu notuje ujemną dynamikę -0,2% r/r, przy jednoczesnym nieznacznym wzroście 0,1% w ujęciu miesięcznym.

Deficyt budżetu centralnego po październiku wyniósł 39,5 mld zł, co stanowi 76,5% planu wobec 77,1% zakładanego w harmonogramie. *Gabinet Cieni* zwraca uwagę na istotny fakt, że ocena wykonania budżetu dokonywana jest obecnie na podstawie zmienionego ustawowo harmonogramu. Finansowanie deficytu ze źródeł krajowych wynosi po nowelizacji ustawy budżetowej 116,2%. Jednocześnie *Gabinet Cieni* dostrzega wzrost dynamiki finansowania długu, który w ostatnim miesiącu wyniósł 8,1 mld zł oraz dalszy wzrost rentowności polskich obligacji.

W październiku wzrosła wartość udzielanych kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw o 5,76% r/r. Kredyty konsumpcyjne również zanotowały dodatnią dynamikę – wzrost o 3,15% r/r. Jednocześnie kredyty mieszkaniowe notują niewielką, ujemną dynamikę 0,38% m/m przy wzroście 3% r/r. *Gabinet Cieni* zwraca uwagę na utrzymujący się wzrost średniej kroczącej z ostatnich 12 miesięcy kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, dostrzegając tym samym ich silną, dodatnią dynamikę r/r.

W listopadzie najważniejsze indeksy warszawskiej GPW kontynuowały umiarkowane wzrosty, a indeks WIG zbliżył się do szczytowych wartości z końca października. *Gabinet Cieni* wskazuje na znaczący przyrost wartości C/Z dla WIG20, który w minionym miesiącu wzrósł o ponad 5%, osiągając tym samym poziom ponadprzeciętny.

Na październikowym posiedzeniu EBC obniżył stopę referencyjną o 25 pkt. bazowych do poziomu 0,25%. Decyzję motywowano zagrożeniem deflacją (HICP spadło do poziomu 0,7% r/r), choć zdaniem *Gabinetu Cieni* kluczowe były przedłużające się problemy krajów peryferyjnych. Dynamika PKB strefy euro w III kw. wyniosła -0,4% r/r. *Gabinet Cieni* dostrzega problem narastających różnic pomiędzy krajami, w szczególności rozbieżnych wyników gospodarek niemieckiej i francuskiej. Jednocześnie zdaniem *Gabinetu Cieni* ożywienie gospodarcze w Niemczech będzie potencjalnym czynnikiem proinflacyjnym dla polskiej gospodarki w kolejnych kwartałach.

Amerykańskie PKB w III kw. wzrosło o 2,8% r/r w porównaniu z 2,5% w poprzednim kwartale. Stopa wzrostu wydatków konsumpcyjnych nieznacznie spadła z 1,8% r/r do 1,5% r/r, jednak *Gabinet Cieni* wciąż ocenia nastroje konsumentów jako pozytywne. Bezrobocie w październiku wyniosło 7,2%. Jednocześnie gospodarka stworzyła ok. 204 000 nowych miejsc pracy, co jest jednym z najlepszych wyników w tym roku. Listopadowy indeks PMI na poziomie 54,3 pkt, jest najwyższy od 8 miesięcy

i wskazuje na dobre nastroje w amerykańskim przemyśle. CPI w ujęciu rocznym wyniosło w październiku 1%. Niska wartość wskaźnika jest w głównej mierze wynikiem spadku cen energii. Mimo pozytywnych danych gospodarczych w USA, *Gabinet Cieni* nie przewiduje w najbliższym czasie zakończenia programu luzowania ilościowego przez FED, ze względu na wciąż utrzymujące się na relatywnie wysokim poziomie bezrobocie.

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

W gospodarce widoczne są oznaki ożywienia przy utrzymującej się niskiej presji popytowej i kosztowej oraz obniżonym poziomie oczekiwań inflacyjnych. *Gabinet Cieni* pragnie zwrócić uwagę na zaniżanie wskaźnika CPI przez czynniki o charakterze podażowym, co może przyczynić się do kształtowania się inflacji nieznacznie poniżej celu w średnim okresie pomimo poprawy koniunktury. Jednak zdaniem *Gabinetu Cieni* ewentualna obniżka stóp procentowych w obecnym miesiącu mogłaby zadziałać procyklicznie na koniec 2014 r.

Gabinet Cieni oczekuje, iż na początku 2014 r. nastąpi wzrost inflacji wskutek podwyżki akcyzy na alkohole spirytusowe. W przeciwnym kierunku oddziaływać będą natomiast czynniki o charakterze podażowym, takie jak ceny surowców energetycznych i żywności, a także potencjalna obniżka cen wywozu odpadów zapowiadana w wielu gminach. W swoich analizach *Gabinet Cieni* zgadza się z prognozowaną ścieżką inflacji przedstawioną w Projekcji Inflacji NBP oraz w raporcie Prognoz Gospodarki Polskiej SKN FM. Natomiast przewidywania obu zespołów prognostycznych dotyczące dynamiki PKB uważa za optymistyczne. *Gabinet Cieni* będzie stale monitorował sytuację, aby w odpowiednim momencie zareagować w przypadku wystąpienia ryzyka nadmiernej inflacji oraz w dłuższym okresie dostosować stopy procentowe 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 czasopiśmie 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 Wiczorek (wieczor6311@gmail.com) – Wiceprzewodniczący GC RPP / Sektor realny
Robert Świstelniccki (robert.swistelniccki@gmail.com) – Sektor monetarny
Tomasz Piechula (tom.piechula@gmail.com) – Sektor realny
Rafał Starościk (rstaroscik@gmail.com) – Sektor realny
Paweł Ropiak (pawelekropiak@gmail.com) – Sektor rynków finansowych
Jakub Błoński (jbcube1@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