

GABINET CIENI RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Warszawa, 26 lutego 2014 r.

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej dnia 26 lutego 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.

Zgodnie ze wstępnymi danymi GUS w styczniu stopa inflacji CPI w odniesieniu do analogicznego miesiąca poprzedniego roku utrzymała się na poziomie 0,7%. W ujęciu miesięcznym wskaźnik cen konsumenta wyniósł 0,1%. Największy dodatni wpływ na zmianę miesięczną miały ceny żywności i napojów bezalkoholowych – głównie ze względu na wzrost cen drobiu oraz sezonowy wzrost cen warzyw i owoców. Swój udział miały także napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe, których ceny wzrosły w efekcie podwyżki akcyzy. W przeciwną stronę oddziaływały ceny odzieży i obuwia wynikające z sezonowych promocji w sklepach oraz ceny transportu (w efekcie spadku cen benzyny w styczniu).

Gabinet Cieni zwraca uwagę na zmniejszanie się różnicy pomiędzy inflacją bazową a CPI, co świadczy o malejącym wpływie czynników podażowych na obniżanie wskaźnika CPI. Dane dotyczące inflacji zdaniem *Gabinetu Cieni* wskazują na występowanie słabej presji popytowej w gospodarce. Jednocześnie ceny produkcji sprzedanej przemysłu zaczynają rosnąć w ujęciu

* *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.

miesięcznym w wartościach odsezonowanych. W opinii *Gabinetu Cieni* sygnalizuje to możliwość stopniowego pojawiania się presji kosztowej w kolejnych miesiącach pomimo utrzymujących się ujemnych wartości PPI r/r.

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 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.

Poprawia się także koniunktura w przemyśle – wzrost nowych zamówień w styczniu w ujęciu miesięcznym był najwyższy od początku 2007 r. Jednocześnie *Gabinet Cieni* zdaje sobie sprawę, że styczniowy wzrost sprzedaży detalicznej wynika w dużej mierze z czynników jednorazowych, takich jak zwiększona sprzedaż samochodów wynikająca ze zmian prawnych.

Bezrobocie rejestrowane zanotowało znaczący wzrost w ujęciu miesięcznym, wynosząc w styczniu 14%. W porównaniu do stycznia ubiegłego roku stopa bezrobocia spadła o 0,2 p.p. Stopa bezrobocia w wartościach odsezonowanych kolejny miesiąc z rządu odnotowała niewielki spadek. Wskaźnik bezrobocia mierzonego metodą BAEL w IV kwartale pozostał bez zmian w stosunku do poprzedniego kwartału, pomimo niekorzystnego wpływu czynników sezonowych.

Wynagrodzenia nominalne w styczniu zanotowały znaczący spadek w stosunku miesiąc do miesiąca przy jednoczesnym wzroście 3,4% r/r. W ujęciu realnym również zauważalny jest wzrost w stosunku rocznym, który wyniósł 2,7%. Zatrudnienie notuje nieznaczną, dodatnią dynamikę m/m przy analogicznych poziomach w stosunku do poprzedniego roku.

Deficyt budżetu centralnego po styczniu wyniósł 2,64 mld zł, co stanowi jedynie 5,6% planu. W opinii *Gabinetu Cieni* sytuacja finansów publicznych jest pozytywna – dzięki znacznemu ograniczeniu deficytu przez jednostki samorządu terytorialnego ostatecznie różnica pomiędzy dochodami a wydatkami w 2013 r. będzie wyraźnie niższa od planowanej wartości. Jednocześnie perspektywy na 2014 są dobre, choć *Gabinet Cieni* zdaje sobie sprawę, że na styczniowym wyniku zaważyły jednorazowo wyższe wpływy z podatku VAT wynikające ze zmian prawnych. Oprocentowanie polskich obligacji 10-letnich na rynku wynosi obecnie 4,45%, zaś obligacje 2-letnie znajdują się na tegorocznych minimach.

Na rynku międzybankowym kolejny miesiąc z rządu nie zaobserwowano żadnych znaczących ruchów, a krzywa dochodowości nadal jest płaska. Kredyty konsumpcyjne w styczniu pozostały niemalże bez zmian w stosunku do grudnia, przy jednoczesnym wzroście r/r. Kredyty mieszkaniowe oraz inwestycyjne dla przedsiębiorstw notowały wyższą dynamikę m/m. *Gabinet Cieni* pragnie zwrócić uwagę na bliską zeru zmianę kredytów konsumpcyjnych, które mają kluczowe znaczenie dla kształtowania się wskaźnika CPI. Luty dla polskiej giełdy był miesiącem silnych wzrostów. Zauważalna również była aprecjacja złotego względem głównych walut.

Na lutowym posiedzeniu zgodnie z przewidywaniami *Gabinetu Cieni* rada prezesów EBC zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Wskaźnik HICP dla strefy euro pozostał w styczniu na stabilnym, niskim poziomie 0,8% i zdaniem *Gabinetu Cieni* ryzyko deflacji jest ograniczone. Dane dotyczące PKB wskazują na stopniowe ożywienie gospodarcze. Przyspieszają zarówno największe gospodarki takie jak Niemcy i Francja, jak i kraje południa – Hiszpania, Włochy i Portugalia, choć tempo wzrostu wciąż pozostaje zróżnicowane. *Gabinet Cieni* spodziewa się dalszej poprawy sytuacji, w tym wzrostu popytu, który przełoży się na poprawę wyników polskiego eksportu.

W Stanach Zjednoczonych roczny CPI nieznacznie wzrósł do 1,6 proc. Zdaniem *Gabinetu Cieni*, utrzymujący się od paru miesięcy relatywnie wysoki poziom inflacji bazowej wskazuje na ożywienie popytu. Potwierdzają to także dane o wzroście PKB w IV kw., do którego największą kontrybucję wniosła konsumpcja.

Na rynkach wschodzących sytuacja ustabilizowała się po dość niespokojnej reakcji niektórych krajów na ograniczanie programu skupu aktywów przez Rezerwę Federalną. Kryzys na Ukrainie

wywołał deprecjację hrywny, co przełożyło się na spadek importu – *Gabinet Cieni* ocenia, że może to wpłynąć negatywnie na rachunek obrotów bieżących Polski.

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

Pozostawienie stóp procentowych w obecnym momencie wydaje się najrozsądniejszą decyzją. W gospodarce widoczne są oznaki ożywienia przy niskiej presji popytowej i oraz obniżonym poziomie oczekiwań inflacyjnych. *Gabinet Cieni* jest zaniepokojony utrzymywaniem się wskaźnika CPI znacząco poniżej pasma dopuszczalnych wahań pomimo umiarkowanego negatywnego wpływu czynników o charakterze podażowym. Jednak zdaniem *Gabinetu Cieni* ryzyko deflacji jest ograniczone i inflacja w średnim terminie będzie powoli rosła, 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 rolę *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 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 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