

GABINET CIENI RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Warszawa, 5 stycznia 2013 r.

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej dnia 5 stycznia 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 listopadzie stopa inflacji CPI w odniesieniu do analogicznego miesiąca poprzedniego roku spadła do poziomu 0,6%. W ujęciu miesięcznym wskaźnik cen konsumenta wyniósł -0,2%. Największy dodatni wpływ miały podwyżki opłat związanych ze zdrowiem oraz ceny żywności. W przeciwnym kierunku oddziaływały ceny łączności oraz transportu. Zdaniem *Gabinetu Cieni* kontrybucja poszczególnych składowych świadczy o silnym wpływie czynników podażowych na zaniżanie inflacji. Jednocześnie *Gabinet Cieni* uważa, że zaobserwowany w listopadzie gwałtowny spadek cen łączności ma charakter jednorazowy i jest wynikiem przedsięwziętych rabatów oferowanych przez operatorów telefonii komórkowej.

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w listopadzie do poziomu 1,1%. *Gabinet Cieni* pragnie zwrócić uwagę na wciąż znaczną różnicę pomiędzy inflacją bazową a CPI, która potwierdza wnioski o ujemnym wpływie czynników podażowych na poziom cen. Roczny wskaźnik cen producenta spadł do poziomu -1,5%. Zdaniem *Gabinetu Cieni* świadczy to o braku presji kosztowej

* *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 sektorze przemysłowym. *Gabinet Cieni* ma na uwadze wyliczenia Instytutu Ekonomicznego NBP o wpływie obniżki cen energii na wskaźnik inflacji, pamiętając jednocześnie o podwyżce akcyzy na wyroby spirytusowe oraz tytoniowe.

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 po raz pierwszy od I kw. 2012 r. była dodatnia. Również nakłady brutto na środki trwałe zanotowały dodatnią dynamikę, co stanowi odwrócenie tendencji trwającej od II kw. 2012 r. W opinii *Gabinetu Cieni* wartość i struktura wzrostu PKB świadczą o ożywieniu gospodarczym w Polsce.

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w listopadzie o 4,8% r/r oraz nieznacznie zmniejszyła się w stosunku do października (dane wyrównane sezonowo). Nastąpił wzrost portfela zamówień, przy jednoczesnym spadku zapasów wyrobów gotowych w przedsiębiorstwach. W opinii *Gabinetu Cieni* świadczy to o rosnącym popycie, co może przełożyć się na dalsze wzrosty produkcji. Jednocześnie *Gabinet Cieni* dostrzega grudniowy spadek wskaźnika PMI, który świadczy o umiarkowanie optymistycznych nastrojach w sektorze przemysłowym. Sprzedaż detaliczna w listopadzie zanotowała po raz kolejny dodatnią dynamikę r/r. *Gabinet Cieni* pragnie zwrócić uwagę na stopniową poprawę sytuacji, także w obszarze produkcji budowlano-montażowej. Choć dynamika r/r wciąż pozostaje ujemna, tempo spadków wygasa, a w stosunku miesięcznym odnotowano już wzrosty.

W listopadzie stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 13,2% odnotowując nieznaczny wzrost w stosunku do poprzedniego miesiąca. *Gabinet Cieni* zwraca uwagę na sezonowość tego wskaźnika dostrzegając tym samym mniejszą, niekorzystną dynamikę zmian niż w analogicznych okresach poprzednich lat. Bezrobocie rejestrowane w wartościach odsezonowanych utrzymało się na niemal niezmiennym poziomie. Wynagrodzenia nominalne w listopadzie kolejny miesiąc z rzędu zanotowały dodatnią, zbliżoną do październikową, dynamikę, natomiast wzrost wynagrodzeń w ujęciu realnym nieznacznie przyspieszył. Zatrudnienie przełamało negatywną tendencję i pierwszy raz od 12 miesięcy zanotowało niewielki wzrost w ujęciu rocznym utrzymując się na niezmiennym poziomie m/m. Zdaniem *Gabinetu Cieni* istotnym sygnałem jest ograniczona presja płacowa przy zatrudnieniu utrzymującym się na zbliżonych poziomach.

Deficyt budżetu centralnego po listopadzie wyniósł 38,5 mld zł, czyli mniej niż zaplanowano w nowelizacji budżetu. Finansowanie deficytu w przeważającej większości opiera się na źródłach krajowych. Oprocentowanie polskich 10 letnich obligacji kształtuje się w okolicach 4,5%. *Gabinet Cieni* dostrzega wzrost rentowności papierów dłużnych na przestrzeni ostatniego kwartału, mimo pojawiających się od kilku miesięcy pierwszych symptomów ożywienia. Kontynuacja spadków cen polskich obligacji jest zdaniem *Gabinetu Cieni* może być zagrożeniem dla finansów publicznych.

W ostatnim miesiącu na rynku międzybankowym nie zaobserwowano znaczących zmian, jednocześnie krzywda dochodowości pozostaje nadal płaska. W listopadzie w ujęciu miesięcznym nastąpił wzrost wolumenu udzielonych kredytów konsumpcyjnych, mieszkaniowych oraz inwestycyjnych dla przedsiębiorstw. Przyrost akcji kredytowej pozostaje nadal ograniczony, choć *Gabinet Cieni* dostrzega niewielkie ożywienie. W ciągu ostatniego miesiąca główne indeksy warszawskiej giełdy odnotowały znaczące spadki. *Gabinet Cieni* zwraca jednak uwagę na możliwy powrót optymizmu wśród inwestorów w najbliższym czasie odnosząc się do pozytywnych danych płynących z Indeksu Nastrojów Inwestorów.

Na listopadowym posiedzeniu zgodnie z przewidywaniami *Gabinetu Cieni* EBC zdecydował o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W listopadzie inflacja HICP w strefie euro wzrosła do 0,9 %.

Realny PKB w strefie euro wzrósł w III kw. o 0,1% kw/kw. Według projekcji makroekonomicznych EBC w 2013 r. PKB w ujęciu rocznym w strefie euro spadnie o 0,4%, a w 2014 r. wzrost przekroczy 1%. PKB w przyszłym roku będzie napędzany głównie przez eksport do krajów spoza strefy euro. Powoli będzie również ożywiać się popyt wewnętrzny, m.in. dzięki niskiej inflacji kosztowej. Nastroje w przemyśle dla całej strefy euro poprawiają się, jednak są zróżnicowane w poszczególnych krajach. *Gabinet Cieni* dostrzega w szczególności negatywne sygnały z gospodarki francuskiej, a także umiarkowane dane z Niemiec.

18 grudnia FED podjął decyzję o zmniejszeniu programu skupu aktywów z 85 do 75 mld dolarów miesięcznie. Dodatkowo FED potwierdził, że nie zamierza podnosić stóp procentowych w najbliższych kwartałach. *Gabinet Cieni* przewiduje kontynuację procesu wycofywania się ze skupu aktywów, jednak nie sądzi, żeby miało to znaczący wpływ na gospodarkę realną.

Gospodarka USA zdaje się wkraczać w fazę ożywienia. Wzrost PKB w III kw. skorygowano w górę – wyniósł on 4,1% kw/kw w ujęciu zannualizowanym. Poprawiają się nastroje w przemyśle oraz wśród konsumentów. Bezrobocie w listopadzie spadło, a inflacja lekko wzrosła. Prezydent Obama podpisał wypracowaną na bazie dwupartyjnego porozumienia ustawę budżetową na 2014 r., która zakłada ograniczenie automatycznych cięć wydatków. *Gabinet Cieni* uważnie obserwuje sytuację w USA i nie przesądza czy ożywienie ma charakter trwały.

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 przełomie lat 2014 i 2015.

Gabinet Cieni oczekuje, iż na początku 2014 r. nastąpi nieznaczny wzrost inflacji wskutek podwyżki akcyzy na alkohole spirytusowe oraz wyroby tytoniowe. 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. *Gabinet Cieni* uznaje prognozowane ścieżki inflacji przedstawione w Projekcji Inflacji NBP oraz w raporcie Prognoz Gospodarki Polskiej SKN FM za nieco przeszacowane.

Zdaniem *Gabinetu Cieni* obecny poziom stóp procentowych jest czynnikiem sprzyjającym ożywieniu gospodarczemu, a jednocześnie zmniejsza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej pasma dopuszczalnych wahań w średnim okresie. *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 Wieczorek (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