

GABINET CIENI RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Warszawa, 30 kwietnia 2014 r.

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej dnia 30 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 marcu stopa inflacji CPI w odniesieniu do analogicznego miesiąca poprzedniego roku wyniosła 0,7%, pozostając bez zmian w stosunku do lutego. W ujęciu miesięcznym ceny dóbr konsumpcyjnych wzrosły o 0,1%. Największy dodatni wpływ na inflację miał wzrost cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych, co jest efektem tegorocznej podwyżki akcyzy. W przeciwną stronę oddziaływały ceny żywności i napojów bezalkoholowych, co zdaniem *Gabinetu Cieni* wynika częściowo z wprowadzonego przez Rosję embarga na polską wieprzowinę. *Gabinet Cieni* dostrzega utrzymującą się ujemną dynamikę cen żywności i energii, która powoduje utrzymywanie się wskaźnika CPI wyraźnie poniżej inflacji bazowej.

PKB w IV kwartale 2013 r. 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. W dalszym ciągu utrzymuje się także dodatnia kontrybucja eksportu netto, przy

* *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.

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.

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w marcu o 5,4% r/r wobec 6,4% w lutym. *Gabinet Cieni* uznaje ten spadek dynamiki za przejściowy, spowodowany wysokimi temperaturami w marcu, które ograniczyły popyt na produkcję ciepłowni. Z drugiej strony ten sam czynnik oddziałuje pozytywnie na produkcję budowlano-montażową, która wzrosła o 18,9% w ujęciu rocznym. Sprzedaż detaliczna zanotowała w marcu spowolnienie. Zdaniem *Gabinetu Cieni* wynikiło ono w głównej mierze z faktu, że zakupy świąteczne w zeszłym roku przypadły na marzec, zaś w bieżącym – na kwiecień. *Gabinet Cieni* spodziewa się dalszego dynamicznego wzrostu konsumpcji, na który wskazują dane o koniunkturze konsumenckiej GUS.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu spadła do poziomu 13,5%. W porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku stopa bezrobocia zmalała o 0,8 p.p. Bezrobocie rejestrowane w wartościach odsezonowanych kontynuuje trend spadkowy. Wskaźnik bezrobocia mierzonego metodą BAEL w IV kwartale w stosunku do kwartału poprzedniego nie uległ zmianie. W opinii *Gabinetu Cieni* dalsze ożywienie na rynku pracy, stopniowo będzie przekładało się na wzrost popytu konsumpcyjnego.

Wynagrodzenia nominalne w marcu zanotowały znaczące wzrosty zarówno w ujęciu miesięcznym, jak i rocznym. Wynagrodzenia w ujęciu realnym również odnotowały dynamiczne wzrosty na poziomie 4,1% r/r. Zatrudnienie znajduje się na podobnych poziomach m/m przy niewielkich wzrostach r/r. *Gabinet Cieni* szczególnie przygląda się wynagrodzeniom realnym, których dynamika jest najwyższa od kilku lat.

Deficyt budżetu centralnego po marcu wyniósł 17,5 mld zł, co stanowi 36,8% planu. *Gabinet Cieni* kolejny miesiąc z rzędu wskazuje na wyraźne wzrosty dochodów budżetowych. Jest to wynikiem przede wszystkim zwiększonych wpływów z podatków pośrednich, co stanowi kolejne potwierdzenie trwającego ożywienia.

Na rynku międzybankowym kolejny miesiąc z rzędu nie występowały znaczące zmiany, a krzywa dochodowości zachowuje normalny kształt. Rynek oczekuje najbliższej podwyżki stóp procentowych w okolicach I kwartału 2015 roku. Jednocześnie długookresowa stopa procentowa stabilizuje się na poziomie ok. 4 %, co zdaniem *Gabinetu Cieni* świadczy o pozytywnych oczekiwaniach inwestorów co do sytuacji gospodarczej w Polsce w długim okresie. Kredyty konsumpcyjne, mieszkaniowe oraz inwestycyjne dla przedsiębiorstw notują niewielkie, dodatnie dynamiki w ujęciu miesięcznym. Dynamiki kredytów w stosunku r/r są wysokie, jednak jest to efekt przede wszystkim niskiej bazy statystycznej w pierwszej połowie 2013 r. Zdaniem *Gabinetu Cieni* bliska zera miesięczna dynamika kredytów konsumpcyjnych świadczy raczej o wysokich oszczędnościach prywatnych zgromadzonych podczas kryzysu niż o negatywnych oczekiwaniach konsumentów.

Kolejny miesiąc z rzędu najważniejsze indeksy warszawskiej giełdy cechowały się znacznymi fluktuacjami, jednocześnie kontynuowany jest trend boczny. Złoty pozostał stabilny w stosunku do głównych walut. *Gabinet Cieni* przygląda się dalszemu ograniczeniu skupu obligacji przez Rezerwę Federalną oraz skutkom tej decyzji dla polskiego rynku finansowego i walutowego.

Na początku kwietnia Rada Prezesów EBC zadecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, sygnalizując jednak gotowość zastosowania niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Zdaniem *Gabinetu Cieni* zapowiedzi te nie zostaną wprowadzone w życie z przyczyn politycznych. Inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,7 proc. w kwietniu wobec 0,5 proc. w marcu. Kolejny raz ujemnie na dynamikę cen wpłynęły spadające koszty energii. W opinii *Gabinetu Cieni* pozytywną informacją jest dodania kontrybucja cen usług, która może świadczyć o ożywieniu popytu konsumpcyjnego.

Wartości indeksu PMI w strefie euro świadczą o najlepszej od prawie trzech lat koniunkturze w przemyśle i usługach. Zdaniem *Gabinetu Cieni* problemem strefy euro jest znaczne zróżnicowanie sytuacji gospodarczej w poszczególnych krajach. Pogodzenie się z niską inflacją w krajach centrum oznacza niską, a czasami wręcz ujemną dynamikę cen w krajach peryferyjnych. Jednocześnie

utrzymujące się wysokie bezrobocie stanowi barierę dla ożywienia konsumpcji, co wpływa również na import towarów z Polski.

Gospodarka Chin spowalnia – PKB wzrosło w I kw. o 7,4% r/r. wobec 7,7% w IV kw. 2013 r. Słabsza dynamika jest efektem spowolnienia inwestycji oraz spadku eksportu. *Gabinet Cieni* będzie nadal uważnie obserwował gospodarkę chińską, której spowolnienie uznaje się za jedno z głównych czynników ryzyka dla światowej gospodarki. W opinii *Gabinetu Cieni* dalszy spadek aktywności w przemyśle chińskim może przełożyć się na obniżki światowych cen surowców.

Według wstępnych danych PKB w Stanach Zjednoczonych wzrosło w I kw. o 0,1 proc. w ujęciu zanualizowanym wobec 2,6 proc. w IV kw. 2013 r. Na tak niski wzrost złożył się spadek eksportu, inwestycji oraz wydatków rządowych. Zdaniem *Gabinetu Cieni* na razie jednak nie można mówić o załamaniu koniunktury za Oceanem gdyż rewizje PKB mogą ten wynik znacznie poprawić, co zdarzało się już w poprzednich kwartałach.

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

Zdaniem *Gabinetu Cieni* kolejne miesiące będą istotne dla dalszych działań i w związku z tym rolą Gabinetu jest systematyczne monitorowanie polskiej, jak i światowej sytuacji gospodarczej. Ważnym czynnikiem dla globalnej gospodarki jest dalsze zmniejszanie skupu aktywów przez System Rezerwy Federalnej, słabnące ożywienie gospodarcze w Chinach oraz problemy gospodarek wschodzących. *Gabinet Cieni* uważnie śledzi także przebieg ożywienia w strefie euro oraz rozwój konfliktu rosyjsko-ukraińskiego i analizuje jego wpływ na polską gospodarkę.

Gabinet Cieni dostrzega pozytywne sygnały potwierdzające ożywienie gospodarcze w Polsce, przede wszystkim znaczny spadek stopy bezrobocia, dalsze wzrosty sprzedaży detalicznej oraz rosnące wpływy budżetowe. Niemniej inflacja nadal pozostaje poniżej dopuszczalnego pasma wahań i w ocenie *Gabinetu Cieni* w najbliższych miesiącach stopniowo rosnąca presja popytowa nie przełoży się jeszcze na dynamiczne wzrosty cen. Jednocześnie zdaniem *Gabinetu Cieni* ewentualna obniżka stóp procentowych w obecnym miesiącu mogłaby zadziałać procyklicznie w 2015 r. oraz wydłużyłaby późniejszy proces powrotu stóp 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. Włada 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
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