



GABINET CIENI RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Warszawa, 5 listopada 2018 r.

Informacja po posiedzeniu Gabinetu Cieni Rady Polityki Pieniężnej dnia 15 października 2018 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.

Wrześniowa dynamika CPI nieznacznie się obniżyła, osiągając poziom 1,8 proc. w ujęciu rocznym. Od maja 2018 r. dodatni trend inflacyjny jest kształtowany w decydującym stopniu przez rosnące ceny transportu, których kontrybucja oscyluje w granicach pomiędzy 0,4 a 1 pkt. proc. Na podstawie wewnętrznych prognoz *Gabinet Cieni* oczekuje, że w czwartym kwartale br. roczna dynamika cen uplasuje się na poziomie 1,5 proc., zaś w horyzoncie prognozy osiągnie wartość 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 inflacja wzrosła we wrześniu do poziomu 0,2 proc. Wzrost ten wiąże się przede wszystkim z podwyżkami cen żywności na skutek niekorzystnych warunków atmosferycznych, jak również z sezonowym wzrostem cen odzieży.

Inflacja bazowa pozostaje na stabilnym poziomie. We wrześniu 2018 r. zmiana wskaźnika CPI z wyłączeniem cen żywności i energii osiągnęła poziom 0,8 proc. w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. *Gabinet Cieni* odczytuje niski poziom inflacji bazowej jako oznakę znacznego wpływu czynników egzogenicznych na kształtowanie się dynamiki CPI, jak również świadectwo słabości presji płacowej w polskiej gospodarce.

Inflacja w strefie Euro jest stabilna i oscyluje wokół poziomu 2 proc. rocznie. Zgodnie z danymi Eurostatu, dynamika indeksu HICP we wrześniu 2018 r. wyniosła 2,1 proc. w ujęciu rocznym.

Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu, po niezwykle wysokich odczytach z kwietnia i lipca br. powrócił do umiarkowanych wzrostów, notując we wrześniu dynamikę 2,8 proc. w skali rocznej, co jednak w znacznej mierze jest zasługą efektu bazy statystycznej. *Gabinet Cieni* spodziewa się wzrostu presji kosztowej w nadchodzących miesiącach ze względu na znaczne podwyżki cen energii.

Dynamika podaży pieniądza przyspiesza umiarkowanym tempie, osiągając we wrześniu br. poziom 7,9 proc. W ostatnich miesiącach zaobserwować można wyhamowanie spadków depozytów terminowych, które – wobec stabilnych przyrostów pozostałych agregatów monetarnych – w istotnym stopniu przyczynia się do ukształtowania się dynamiki podaży pieniądza na obserwowanych poziomach. Przyrost kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest stabilny; w segmencie przedsiębiorstw niefinansowych obserwuje się powrót kredytu inwestycyjnego do dodatniego trendu po kilkumiesięcznym wyhamowaniu dynamiki.

Bezrobocie rejestrowane na koniec września 2018 r. wyniosło 5,7% i było niższe w porównaniu zarówno rok do roku, jak i miesiąc do miesiąca. Spadek bezrobocia wskazuje na coraz lepszą sytuację polskich pracowników, co odzwierciedlają również dane dotyczące wynagrodzeń - przeciętne wzrosły realnie o 4,5% w ujęciu rocznym. Dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw rok do roku wyniosła na koniec września 3,2% i jest niższa niż w poprzednich miesiącach. W opinii *Gabinetu Cieni* sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, jednak dostrzegalne jest wyhamowanie dynamiki wzrostu zatrudnienia, co pokazują również prognozy przygotowane dla *Gabinetu* - stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec IV kwartału 2018 r. wyniesie 5,7%, a na koniec III kwartału 2019 r. 5,1%.

Utrzymuje się dobra ocena sytuacji gospodarczej przez polskie przedsiębiorstwa, co obrazuje wskaźnik PMI na poziomie 50,5 pkt. Umiarkowany spadek wartości wskaźnika wskazuje jednak na symptomy lekkiego pogarszania się sytuacji gospodarczej. Podobne symptomy widoczne są w prognozach wzrostu PKB przygotowanych dla *Gabinetu Cieni*. Wzrost gospodarczy w ujęciu rocznym spadnie z 4,7% w III kwartale 2018 r. do 4,3% w III kwartale 2019 r., a także poniżej 4% w całym roku 2020. Spadnie również dynamika wzrostu konsumpcji prywatnej z 4,9% w II kwartale 2018 r. do 4,2% w III kwartale 2019 r., będąca główną składową notowanego obecnie wzrostu PKB. Zmniejszeniu ulegnie także dynamika wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. *Gabinet Cieni* dostrzega sygnały osłabiającej się koniunktury gospodarczej w naszym kraju, jednak ryzyko znacznego obniżenia stopy wzrostu gospodarczego wydaje się niewielkie.

Dobre i umiarkowanie stabilne wyniki gospodarcze odzwierciedla stan budżetu państwa. Na koniec września dochody budżetu wynosiły 272,9 mld zł, a wydatki 269,7 mld zł, co przełożyło się na nadwyżkę budżetową w wysokości 3,2 mld zł. Po II kwartale 2018 r. w odniesieniu do analogicznego okresu rok wcześniej, dług publiczny Polski obniżył się w relacji do PKB do poziomu 50,7%. Projekt budżetu państwa na rok 2019 zakłada maksymalny dopuszczalny deficyt na poziomie 28,5 mld zł, co przy dalszym wzroście gospodarczym prowadzić będzie do obniżania się relatywnej wielkości długu publicznego. *Gabinet Cieni* ocenia stan finansów publicznych w średniej perspektywie za dobry i stabilny.

Kurs złotego w stosunku do dolara i euro ustabilizował się w ubiegłych miesiącach na poziomach odpowiednio ok. 3,7 i ok. 4,3 i nie podlega istotnym wahaniom. W długim okresie *Gabinet Cieni* dostrzega stabilizujący wpływ trwałego kursu na sferę nominalną gospodarki; oczekuje ponadto dalszej stabilizacji lub nieznacznego umocnienia złotówki na skutek zaklasyfikowania polskiej gospodarki do indeksu rynków rozwiniętych agencji FTSE Russell.

Amerykański bank centralny kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej i zmniejszanie swojej sumy bilansowej. We wrześniu miała miejsce trzecia w tym roku podwyżka stopy procentowej FED, zgodnie z decyzją FOMC została ona podwyższona o 25 punktów bazowych do poziomu 2,25 proc. Decyzja ta nie znalazła jednak odbicia w zmianie kursu złotówki względem dolara. Natomiast EBC kontynuuje łagodną politykę pieniężną, utrzymując ujemną stopę depozytową. Jednocześnie w komunikatach *forward guidance* zapowiada utrzymanie obecnego poziomu stóp przynajmniej do połowy 2019 r., jak również dalsze refinansowanie rat z zakupionych w ramach programu luzowania ilościowego papierów wartościowych.

Podsumowanie

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

Gabinet Cieni uważa, że ryzyko wyjścia inflacji ponad cel jest obecnie znikome. Mimo że spodziewane są wzrosty dynamik CPI i PPI, *Gabinet Cieni* nie widzi potrzeby korekty ścieżki cen przy użyciu narzędzi polityki pieniężnej ze względu na niski i stabilny poziom inflacji bazowej oraz słabą presję płacową i kosztową.

Na podstawie analizy danych z sektora realnego *Gabinet Cieni* uważa, że obecnie polska gospodarka przekracza szczytowy punkt cyklu koniunkturalnego. Jednakowoż, w opinii *Gabinetu Cieni*, będzie to oznaczało raczej powrót do potencjalnego wzrostu poprzez domknięcie luki PKB niż faktyczne spowolnienie gospodarcze.

Sytuację w otoczeniu zewnętrznym Polski *Gabinet Cieni* ocenia jako stabilną z perspektywą dalszej stabilizacji. Ze względu na powyższe czynniki podjęto decyzję o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie.

Zmienna	Jednostka	IV kw. 2018	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019
PKB	proc., r/r, realny NSA	4,7	4,4	4,3	4,3
Inwestycje	proc., r/r, realne	7,0	5,0	6,0	5,0
Konsumpcja	proc., r/r, realne	4,8	4,3	4,2	4,2
Inflacja CPI	proc., r/r, śr. okr.	1,5	2,0	2,2	2,1
Bezrobocie rej.	proc., na koniec okr.	5,7	5,7	5,2	5,1

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

Kamil Pastor (pastorkamil@gmail.com) – Sektor monetarny

Rafał Chmura (rafalchmura22@gmail.com) – Sektor monetarny

Konrad Kmiec (kon.kmc@gmail.com) – Sektor realny

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

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

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

Maksym Gdański (maksym.gdanski@hotmail.com) – Sektor zagraniczny

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. Odbył 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 hiszpańsku.