

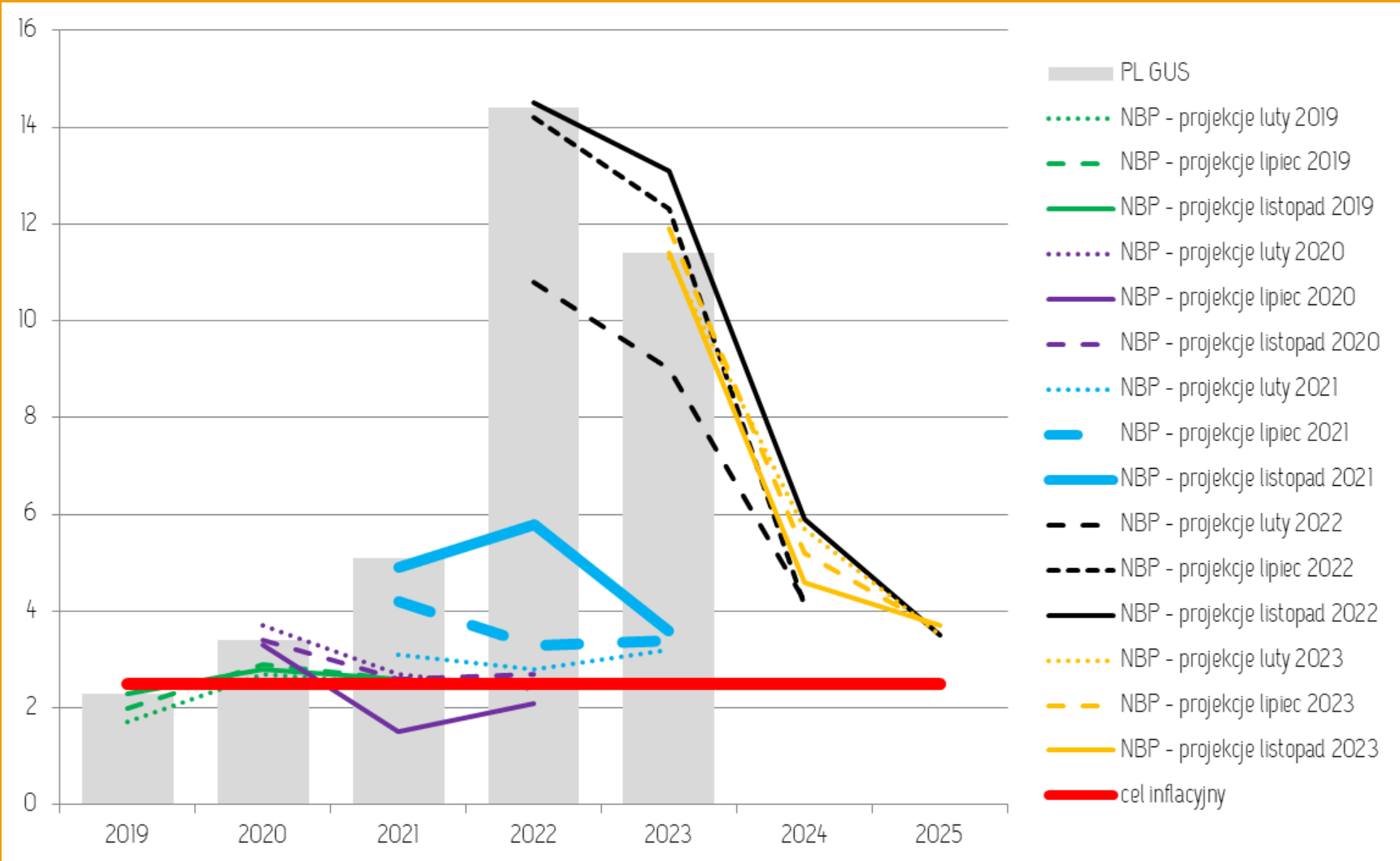
Kiedy wrócimy do niskich stóp procentowych?

Joanna Tyrowicz

Uniwersytet Warszawski, FAME|GRAPE

& Universitaet Regensburg

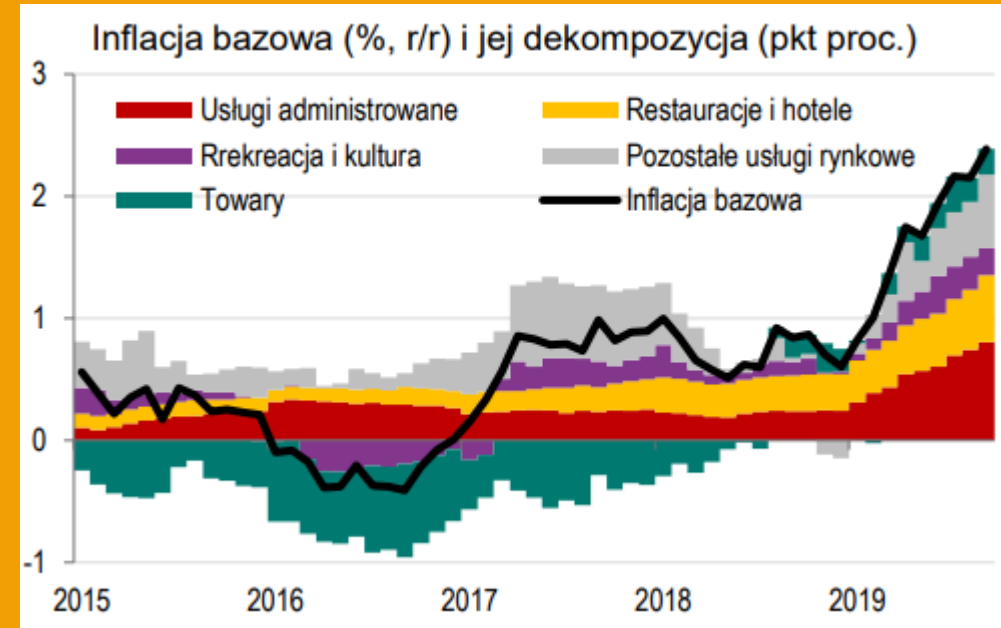
Czy to, co się wydarzyło, było przewidywane?



Dane: nbp.pl (kolejne projekcje inflacji) oraz stat.gov.pl (dane o inflacji sredniorocznej)

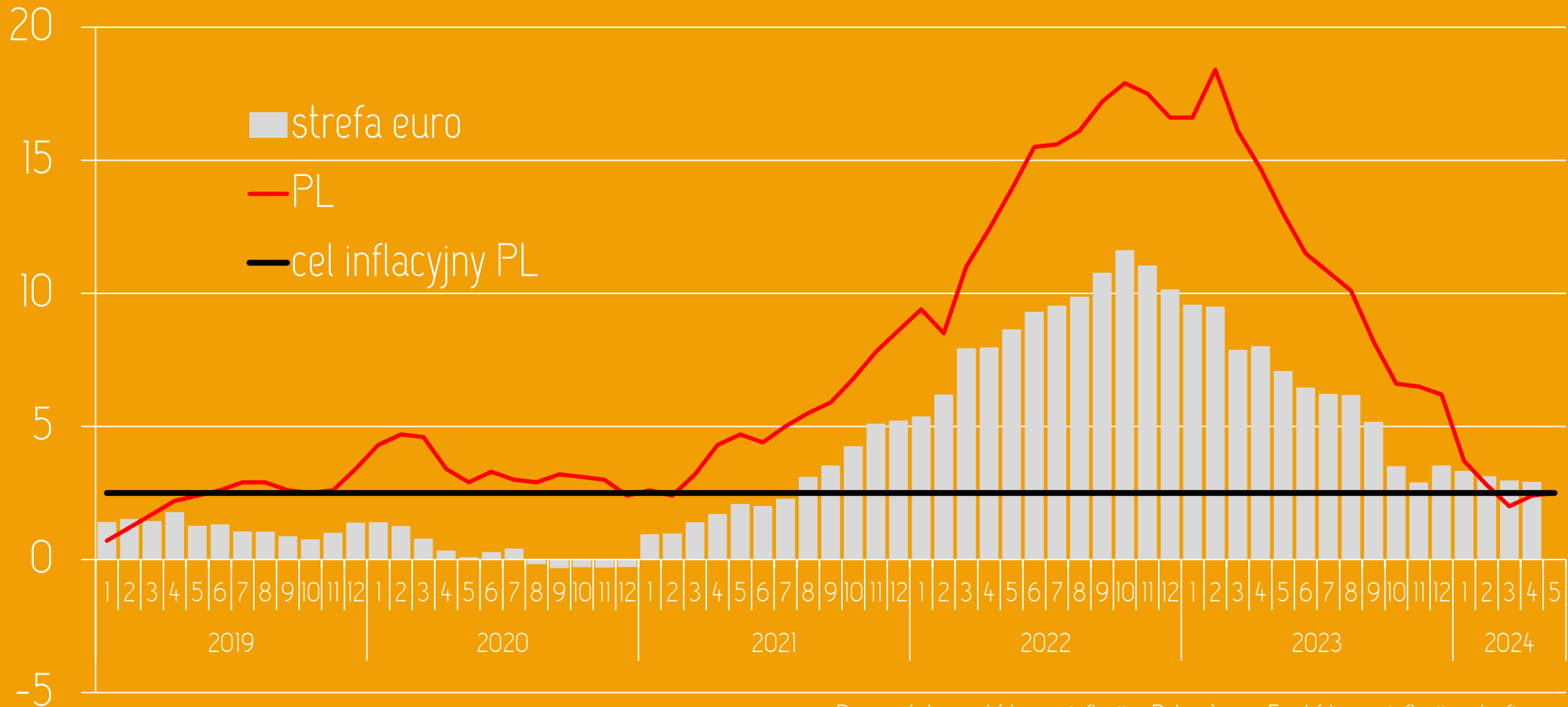
Czy to, co się wydarzyło, było do przewidzenia?

- Wyraźny trend wzrostowy na inflacji bazowej
 - Przyspieszające ceny żywności (4.7% r/r)
 - Poważne ograniczenia na podaży pracy + wzrost płacy minimalnej
 - Duże zmiany cen administrowanych/regulowanych
- + Częstotliwość zmian dramatycznie przyspieszała
- + Szczególnie silnie w usługach rynkowych
- + Silny wzrost dochodów do dyspozycji (transfery)



Dane: nbp.pl (wykres z ROI)

Czy to, co się wydarzyło, było do przewidzenia?



Dane: stat.gov.pl (dane o inflacji w Polsce) oraz Fred (dane o inflacji w strefie euro)

Stopa procentowa

- Co wpływa na tempo i siłę transmisji polityki pieniężnej?



Warunki finansowania

- Jak wrażliwe są firmy i gospodarstwa domowe na warunki finansowania?



Zagregowany popyt

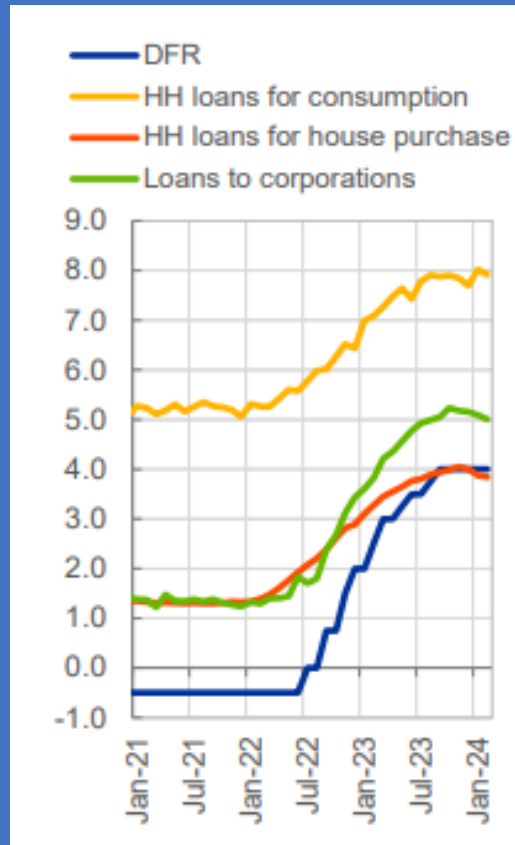
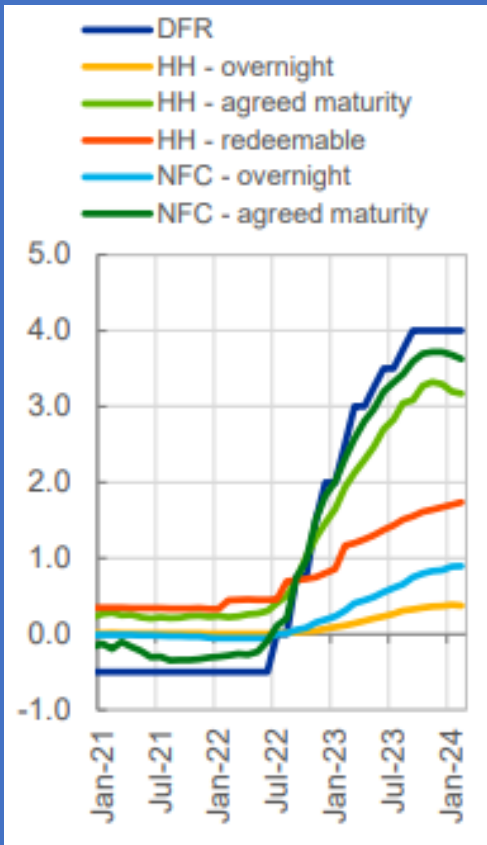
- Jak zmiany w popycie przekładają się na zmiany w cenach?



Inflacja

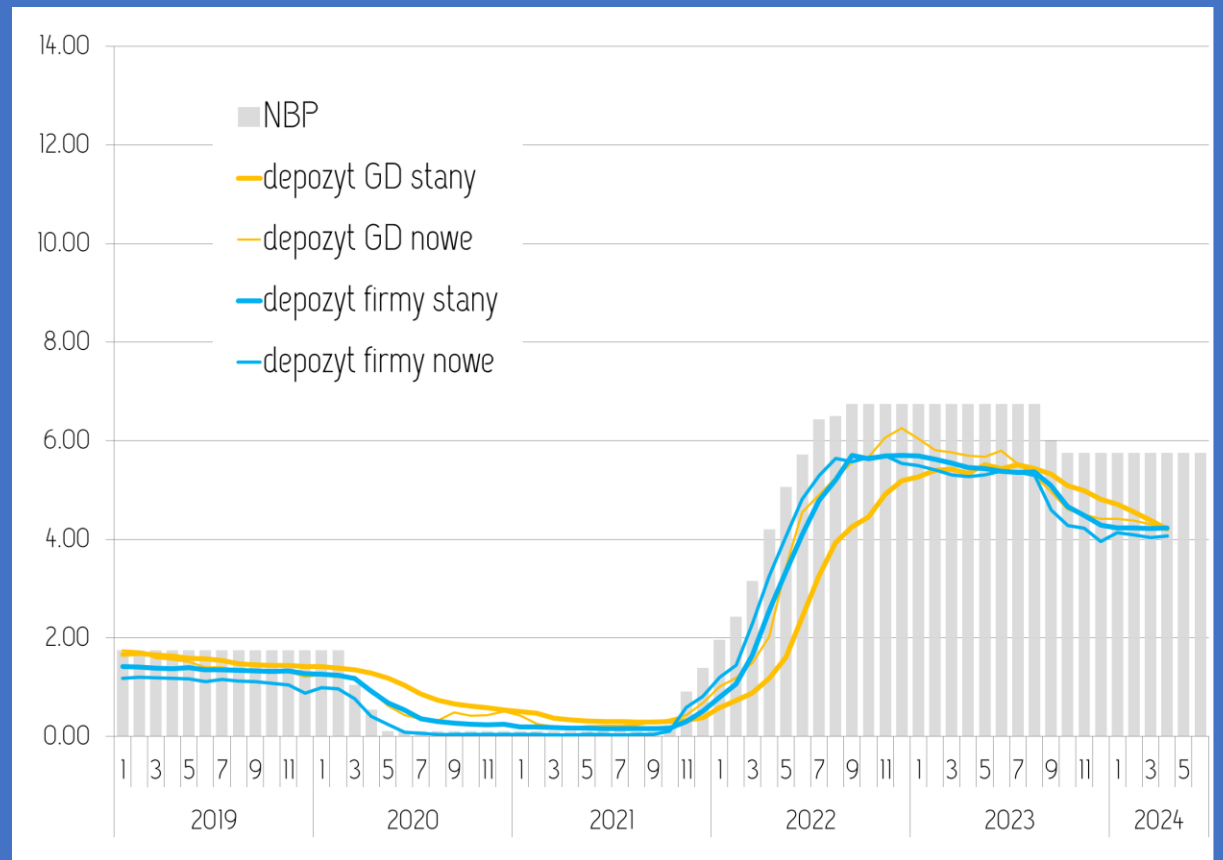
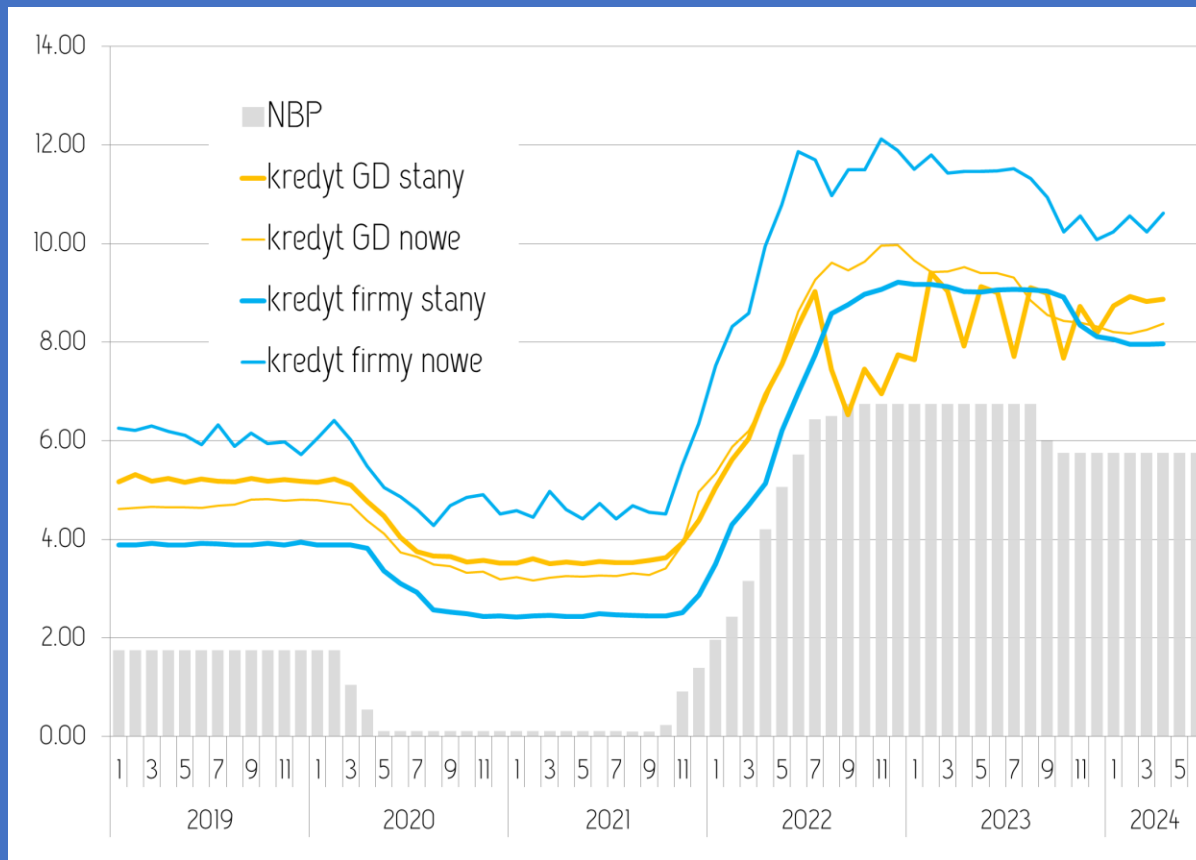
Co wpływa na tempo i siłę
transmisji polityki pieniężnej?

Transmisja: „rada” decyduje i co dalej?



- Wnioski ze strefy euro:
 - szybkie przełożenie na koszt kredytu
 - słabsze i niepełne przełożenie na koszt depozytu
 - mechanizm sprawniejszy na rynkach o wyższej konkurencyjności
- W Polsce:
 - większość umów ma zmienną stopę
 - mniejszy rynek finansowy, konkurencyjność (?)
 - niższe ukredytowanie ogółem (+ efekt pandemii)
 - kredyty walutowe => problem z czytaniem danych

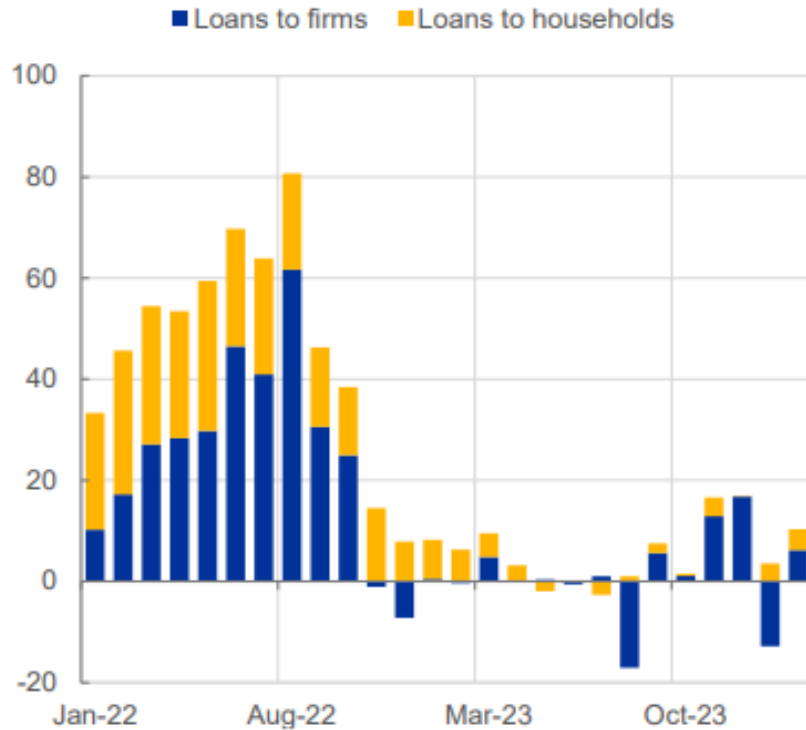
Transmisja: „rada” decyduje i co dalej?



Dane: nbp.pl (statystyka bankowa)

Spadek akcji kredytowej w strefie euro + wydłużenie depozytów

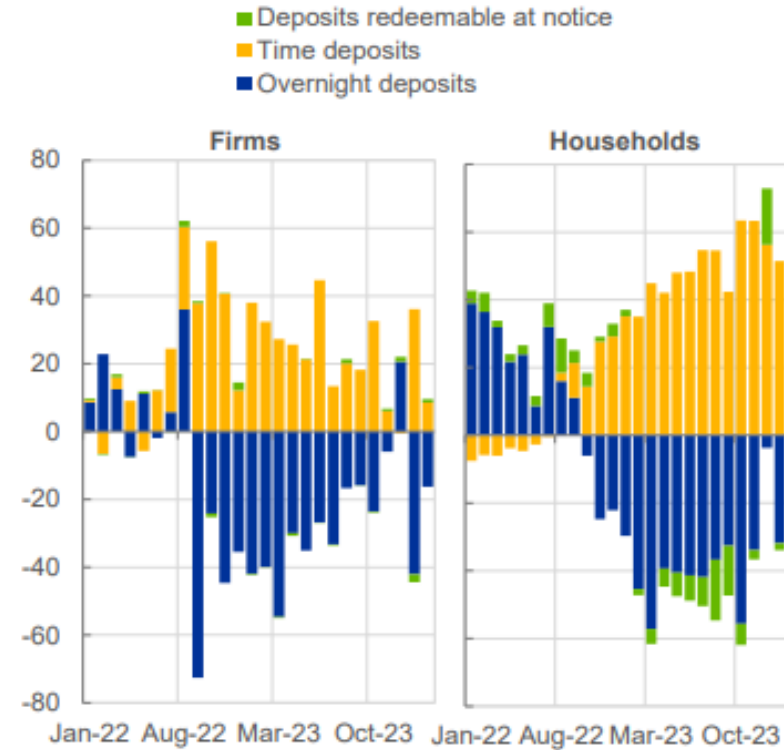
Bank loans to firms and households (monthly flows in EUR bn)



Source: ECB (BSI).

Notes: Loans to households and firms are adjusted for sales and securitisation. Loans to firms are also adjusted for cash pooling.
Latest observation: February 2024.

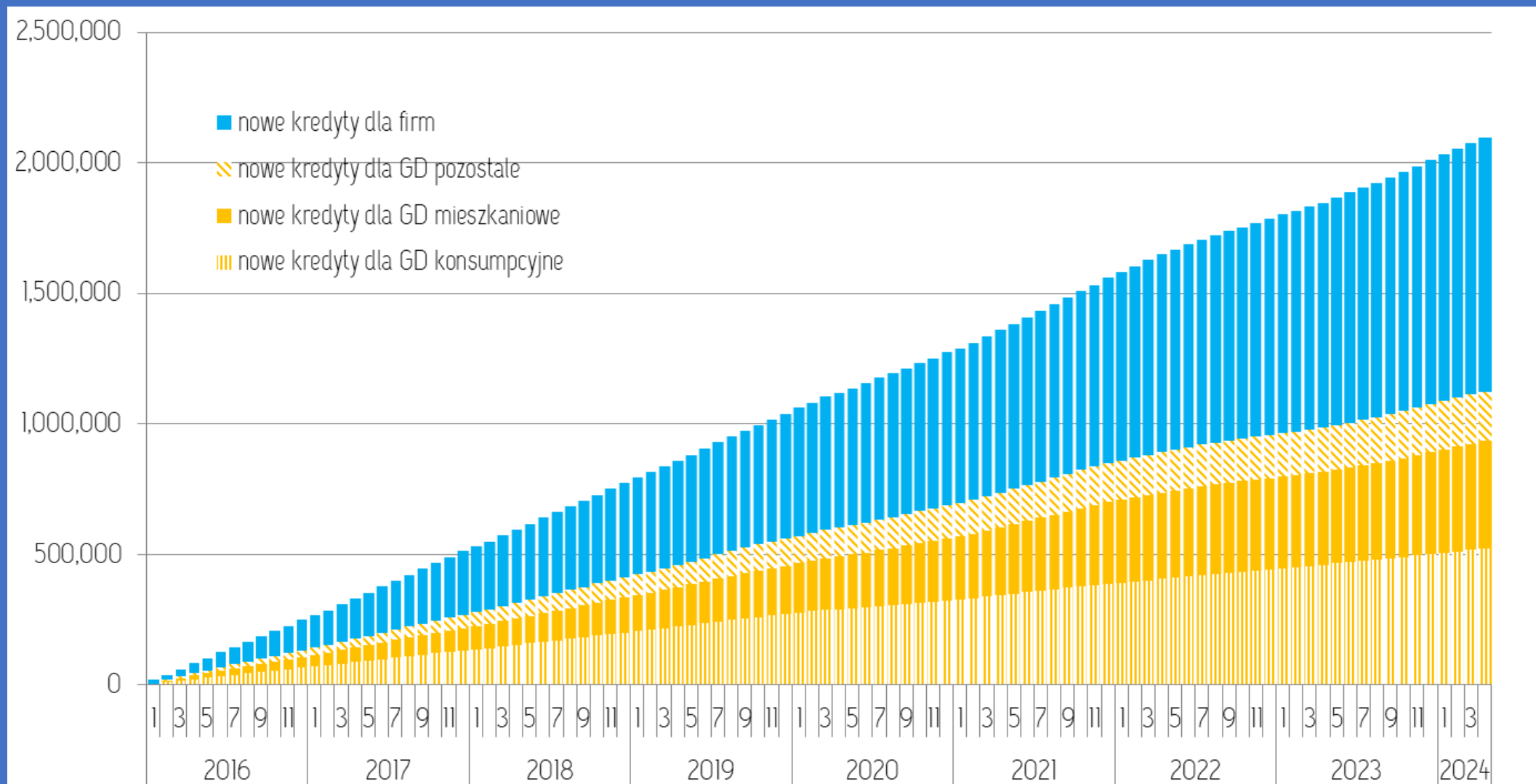
Firm and household deposits (monthly flows in EUR bn)



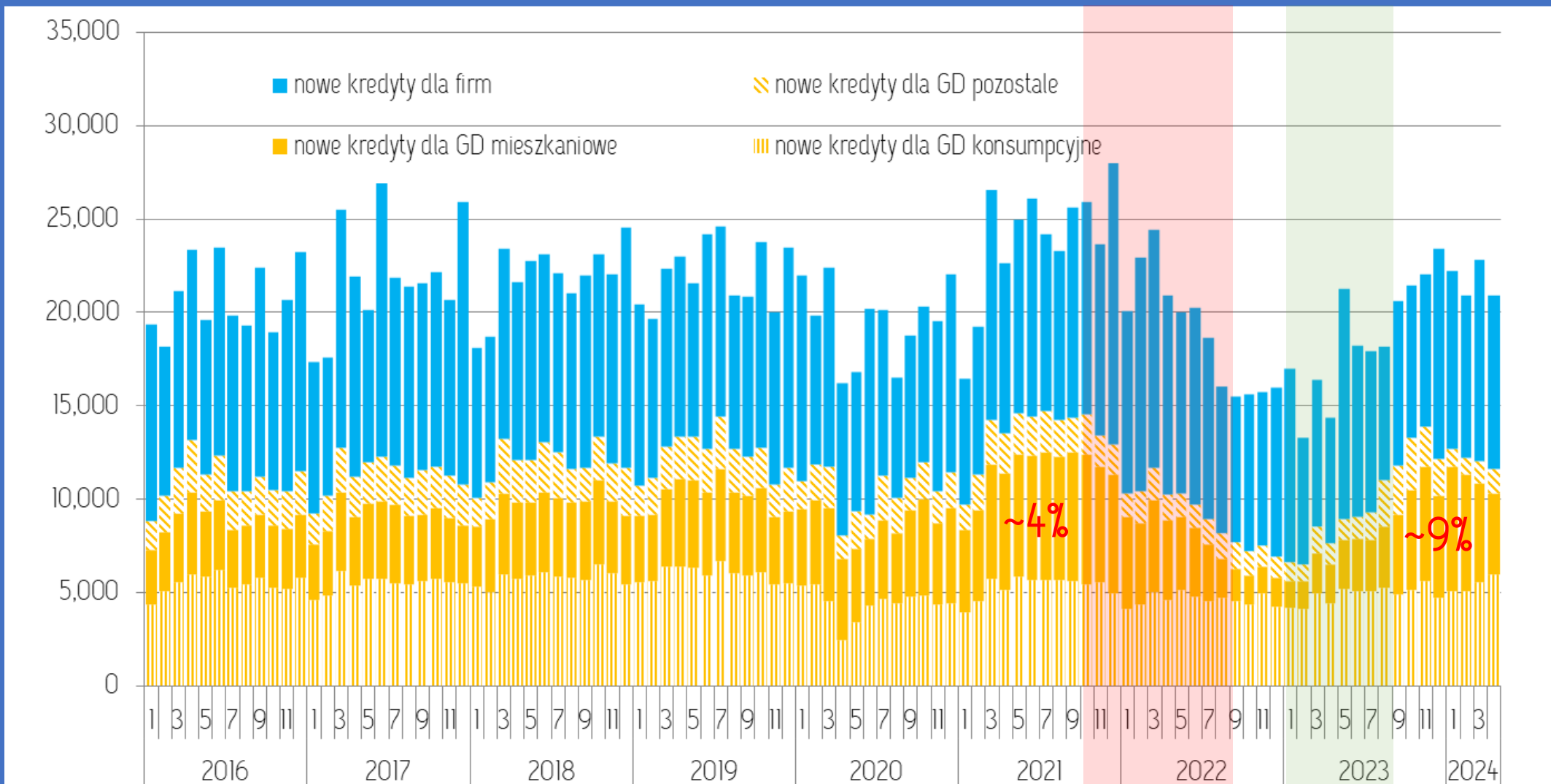
Source: ECB (BSI).

Latest observation: February 2024.

W PL: nowy kredyt, w kategoriach realnych ...



W PL: nowy kredyt, w kategoriach realnych ...



Pozostałe kanały w Polsce były kłopotliwe

- Stabilność sektora bankowego
 - Wysoki wynik odsetkowy, ale nie netto + liczne zmiany regulacyjne
- Wycena OIS
 - Duża rola czynników zewnętrznych (koszyk: emerging markets)
- Wycena aktywów + corporate bond spreads
 - Mało płynny rynek + squeeze z powodu przekierowania emisji SPW na rynek krajowy
- Warunki kredytowania (komitety kredytowe)
 - Mała zgodność rzeczywistości z przewidywaniami + znaczna zmienność przewidywań

Stopa procentowa

- Co wpływa na tempo i siłę transmisji polityki pieniężnej?



Warunki finansowania

- Jak wrażliwe są firmy i gospodarstwa domowe na warunki finansowania?



Zagregowany popyt

- Jak zmiany w popycie przekładają się na zmiany w cenach?

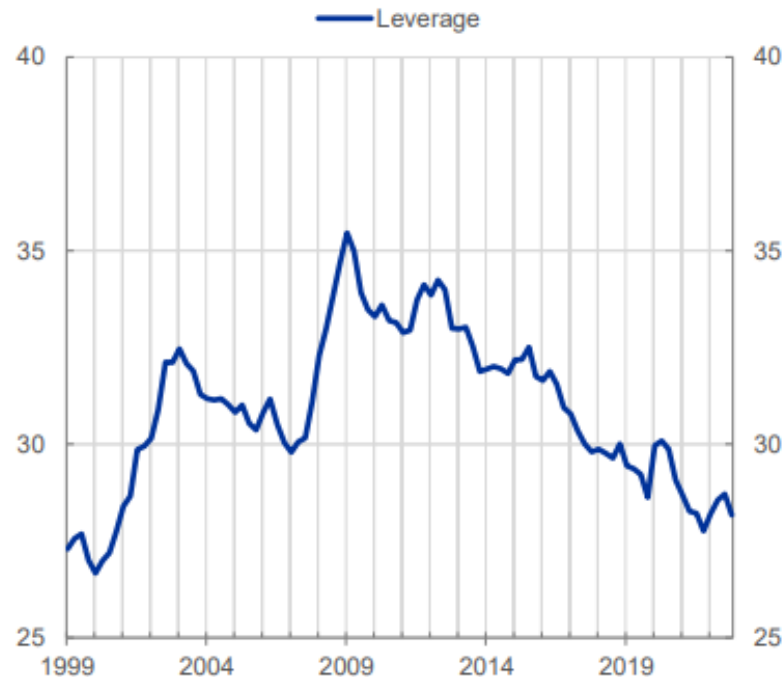


Inflacja

Jak wrażliwe są firmy i gospodarstwa domowe na warunki finansowania?

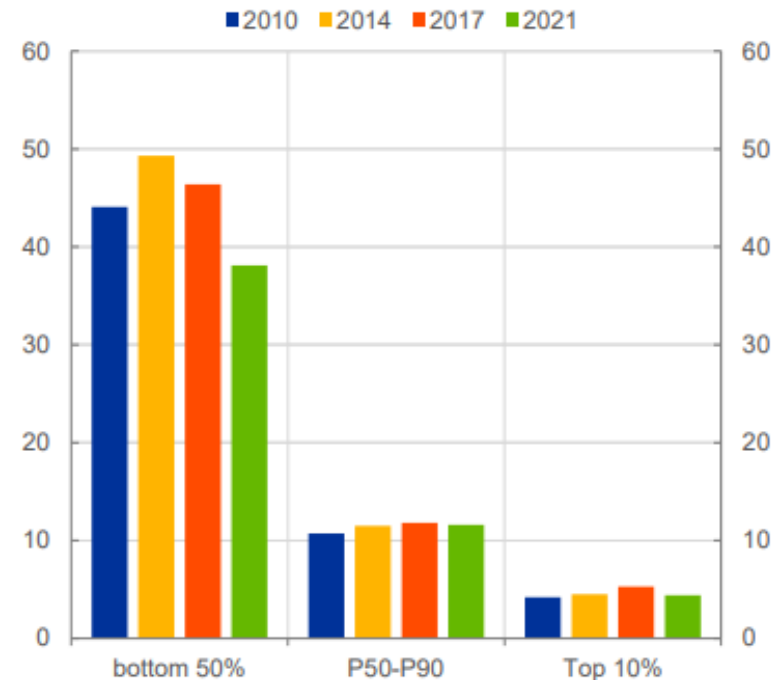
W strefie euro mniejsze ukredytowanie osłabiło mechanizm transmisji

Firms: debt-to-asset ratio
(percent)



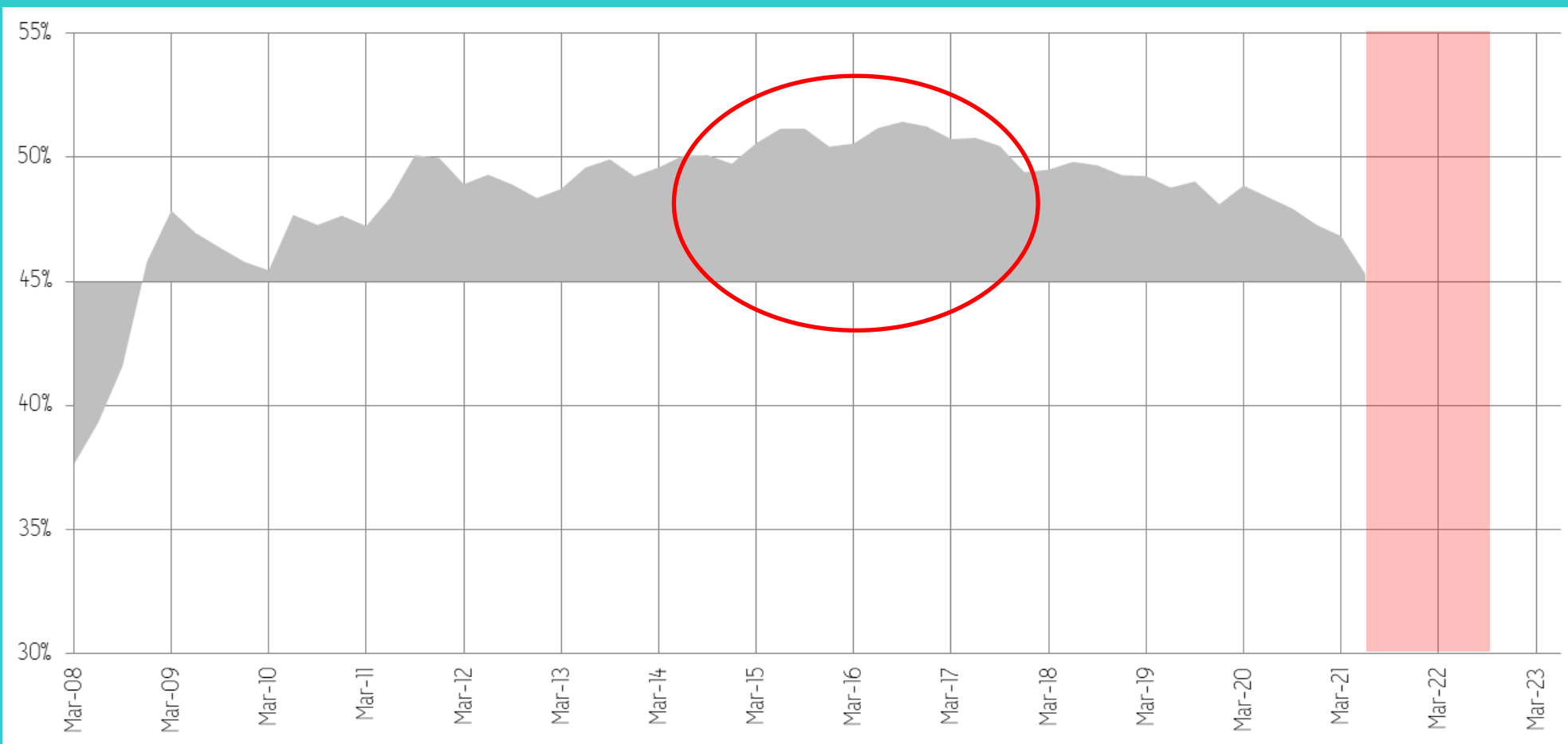
Source: European Systemic Risk Board (2023).
Note: Leverage is defined as the ratio of loans plus debt securities over total assets, using System of National Accounts Data from Eurostat.

Households: debt-to-asset ratio
(percent)

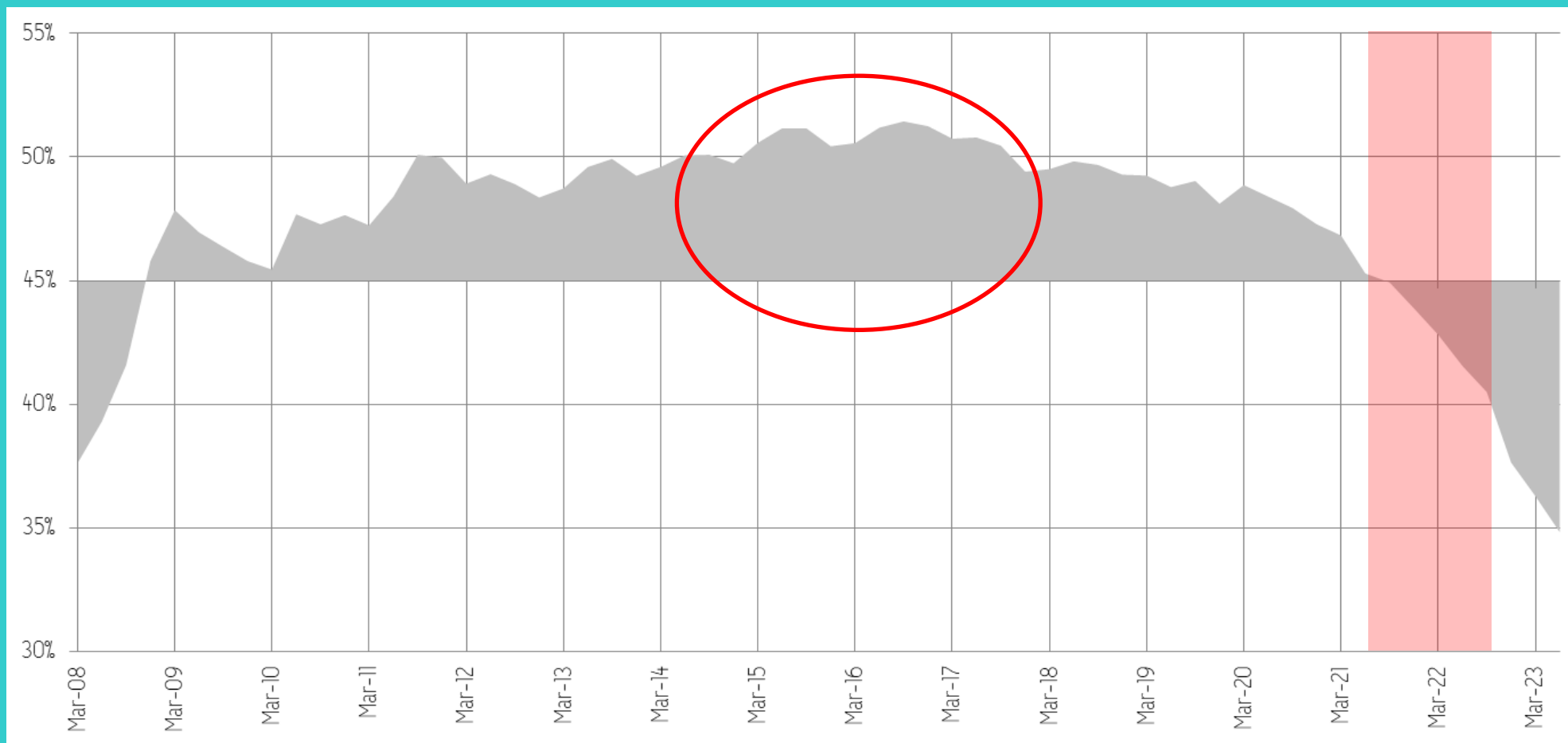


Source: Household Finance and Consumption Survey (2023).
Note: The graph shows the debt-to-assets ratio reported by households in the 4 waves (2010, 2014, 2017, 2021) of the HFCS, for 3 bins of the wealth distribution (bottom 50 %, 50th to 90th percentile, top 10 %)

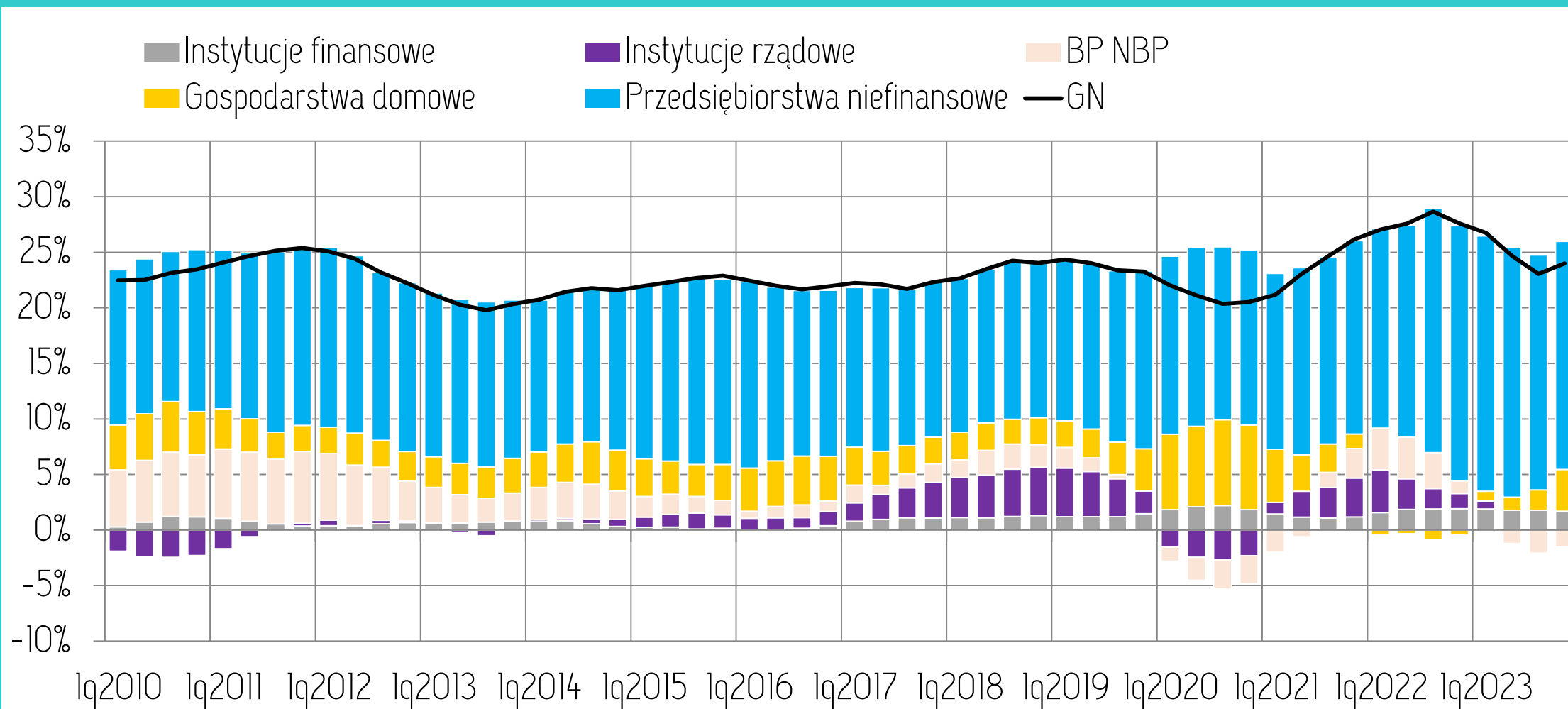
W Polsce kredyt też przestał rosnać w tempie równym PKB



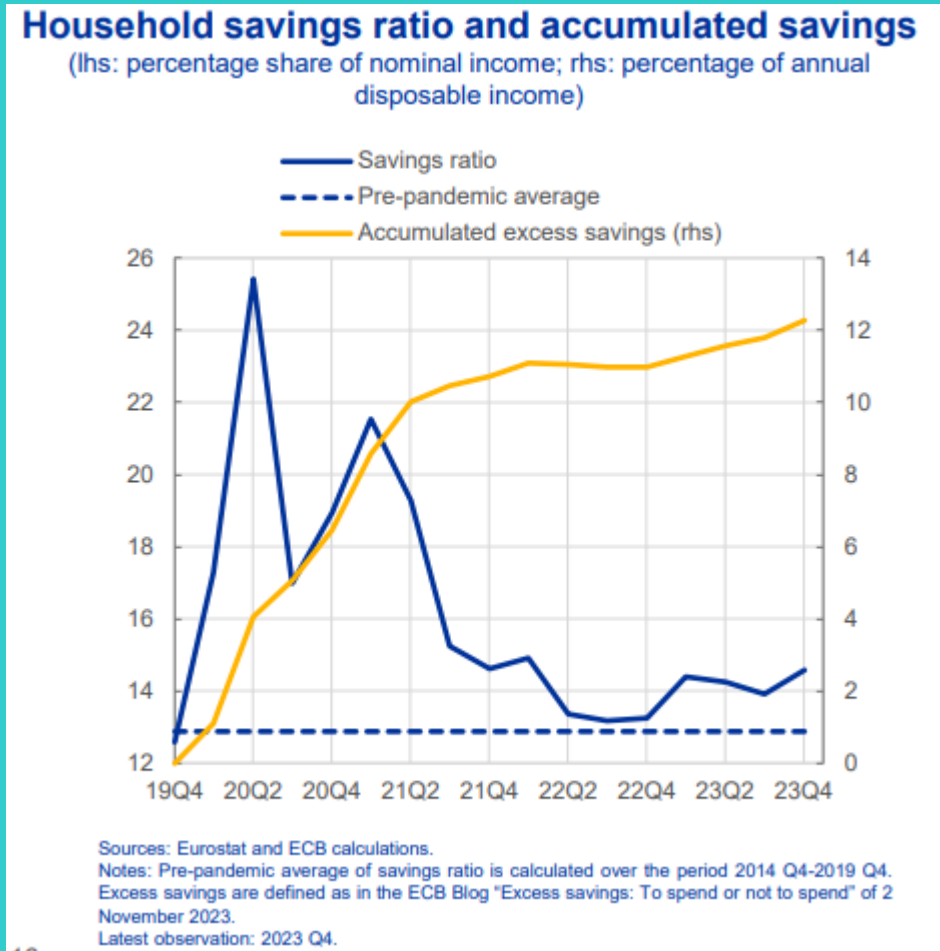
Aż z powodu inflacji zaczął bardzo szybko spadać



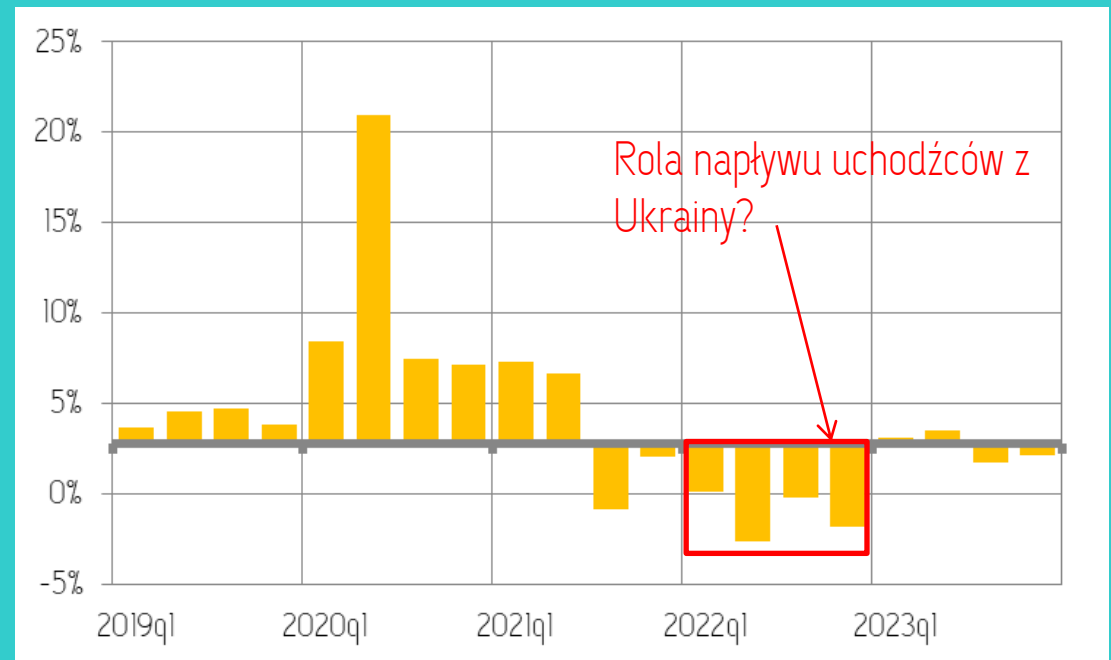
Zasadnicza różnica: w Polsce firmy inwestują ze środków własnych



W strefie euro: duże tzw. „nadmiarowe” oszczędności



- W Polsce nikt nie liczy.
- Nawet po prostu oszczędności...



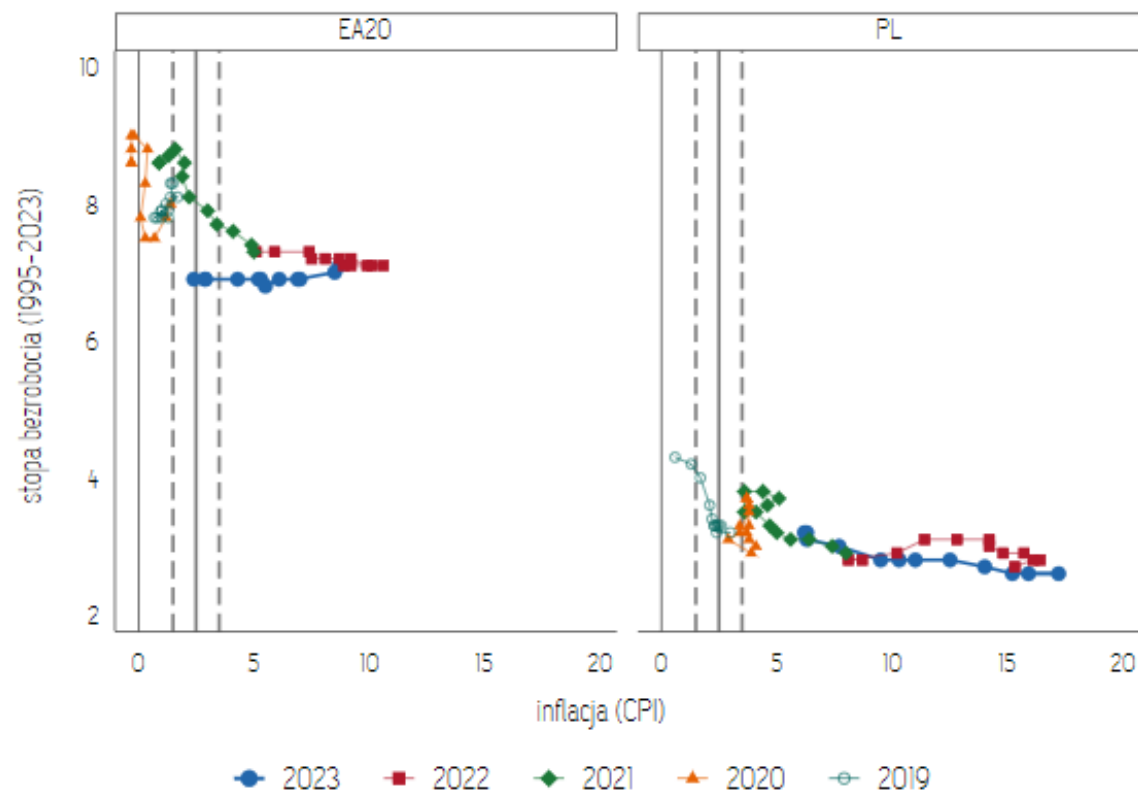
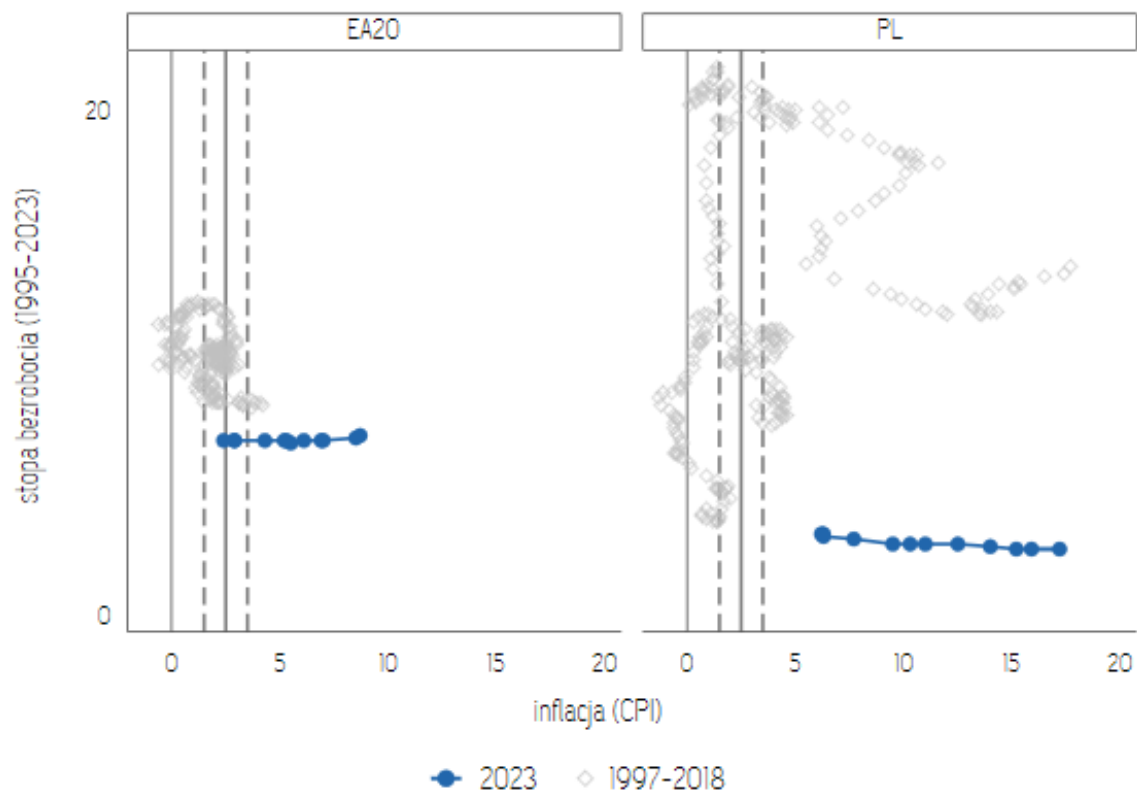
Źródło: The analytics of the monetary tightening cycle, Philip R. Lane, ECB [\[LINK\]](#)

Dane: stat.gov.pl

Pozostałe trendy podobne w PL jak w strefie euro

- Rośnie udział sektora usług, maleje rola przemysłu kapitałochłonnego...
 - Większość (rekordowych!) inwestycji w 2023r. zrealizowało „kilka” firm
- ... a jest to sektor mniej wrażliwy na koszt kapitału
 - Np. rządziej deklaruje, że warunki finansowania mają wpływ na ich sytuację
- Firmy mają korzystną sytuację płynnościową i rekordową rentowność
 - Nawet po uwzględnieniu kosztów finansowania
- Nie ma zasadniczych obaw o bezrobocie (historycznie niskie)

Obawy przed bezrobociem wbrew faktom



Stopa procentowa

- Co wpływa na tempo i siłę transmisji polityki pieniężnej?



Warunki finansowania

- Jak wrażliwe są firmy i gospodarstwa domowe na warunki finansowania?



Zagregowany popyt

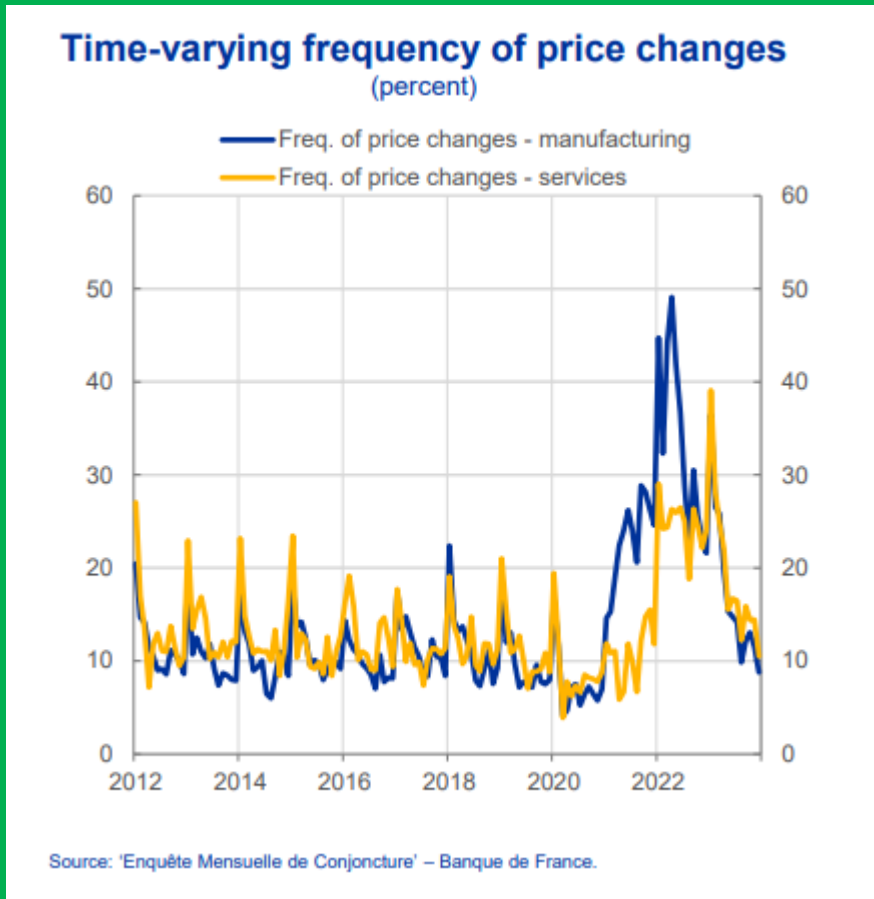
- Jak zmiany w popycie przekładają się na zmiany w cenach?



Inflacja

Jak zmiany w popycie przekładają się na zmiany w inflacji?

Inflacja to częstsze wzrosty cen (niekoniecznie większe)



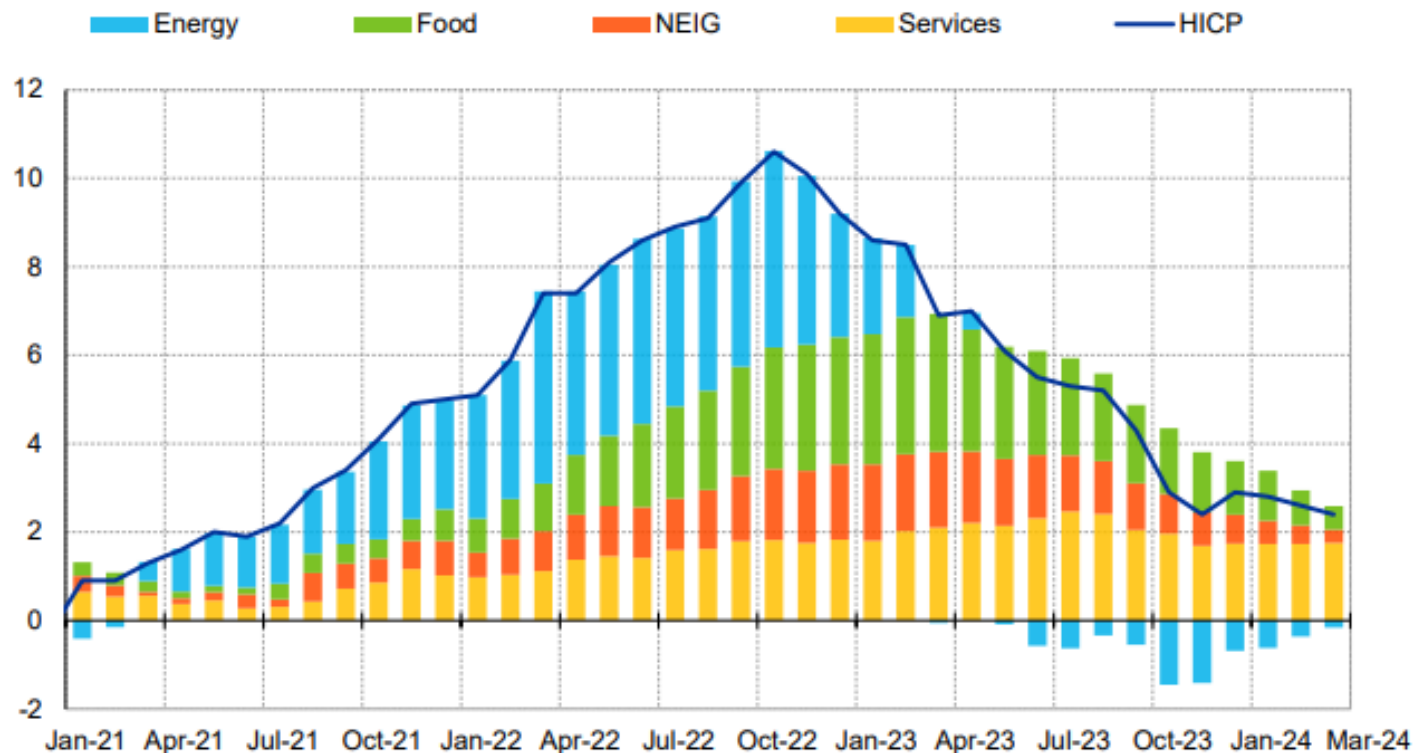
Taki wykres dla Polski?

Jeden raz zrobiona analiza pokazywała:

- Zasadnicze przyspieszenie zmian cen (od połowy 2019)
- Nadal wysokie tempo w 2023

HICP inflation and contributions

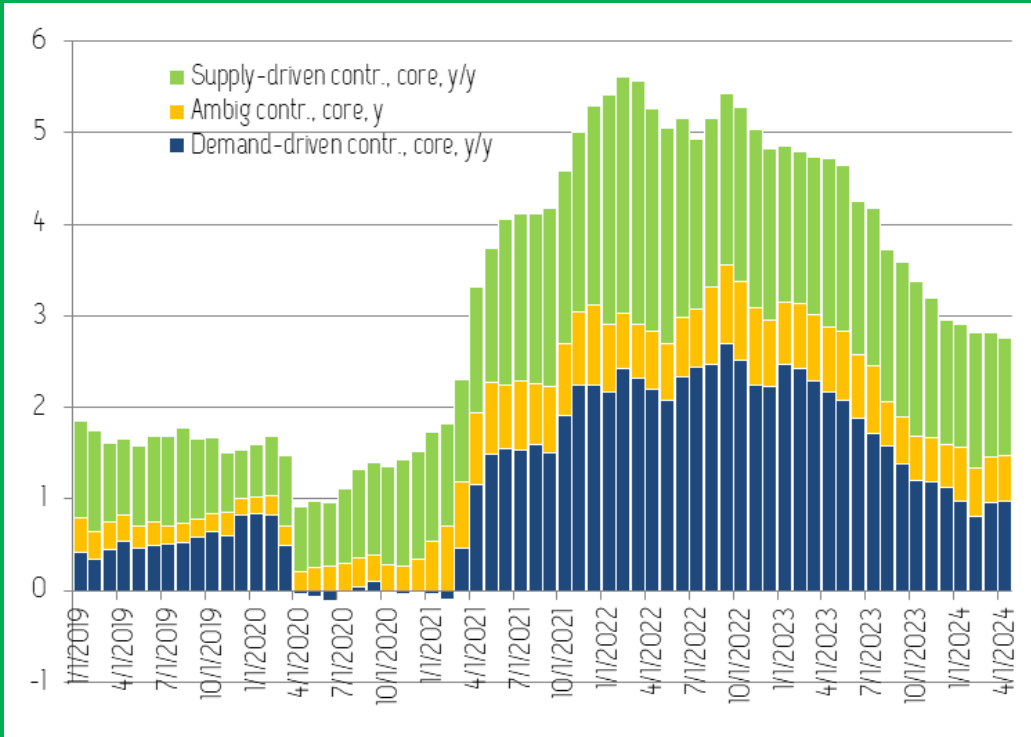
(annual percentage changes and percentage point contribution)



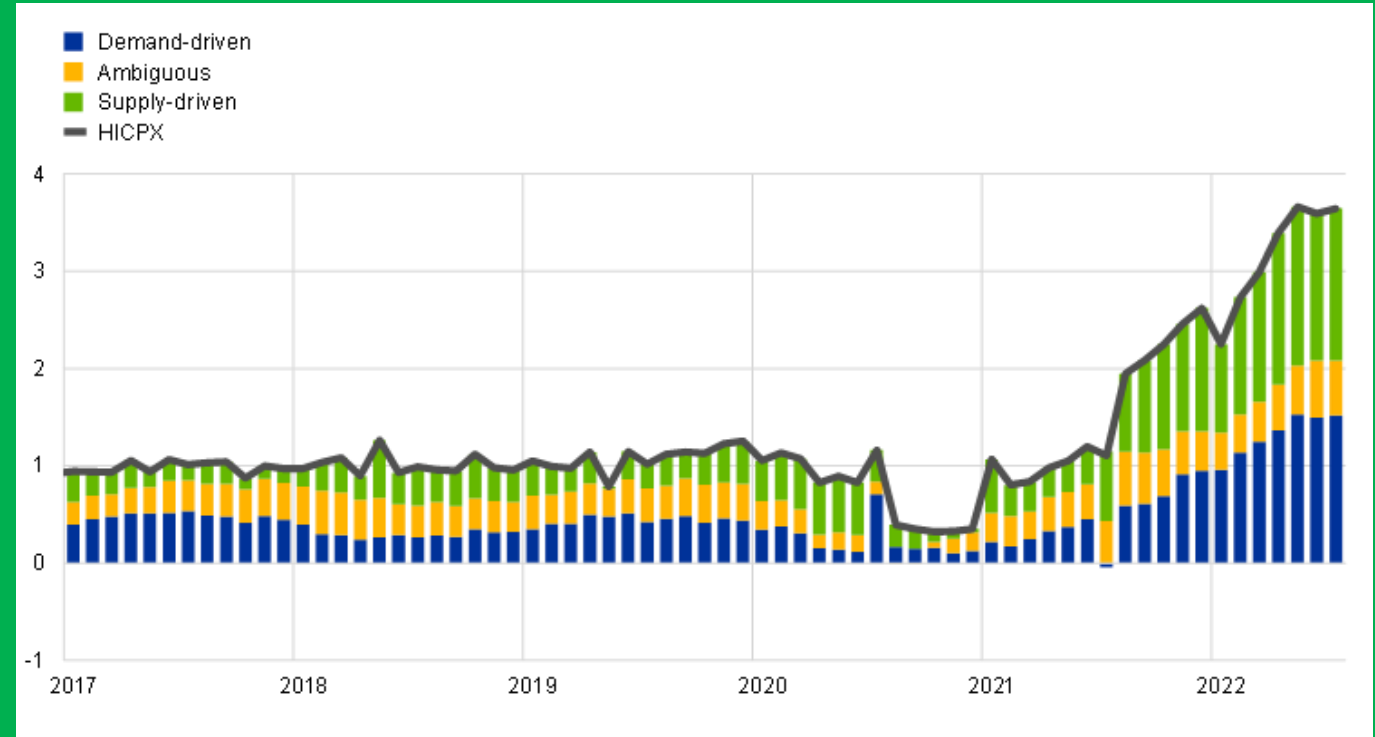
„Sharp decline in inflation so far mainly driven by reversal of previous supply-side shocks”

Źródło: The State Contingency of Monetary Policy Transmission, Isabel Schnabel, ECB [\[LINK\]](#)

Bardzo istotna rola czynników popytowych w USA i w strefie euro

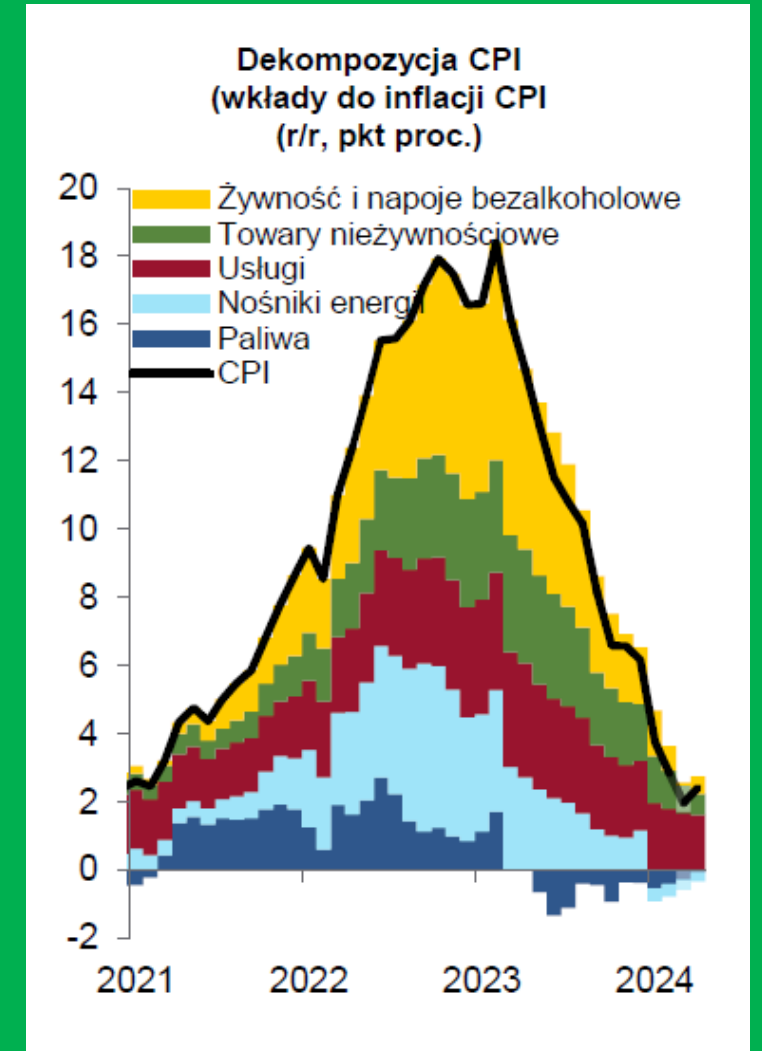
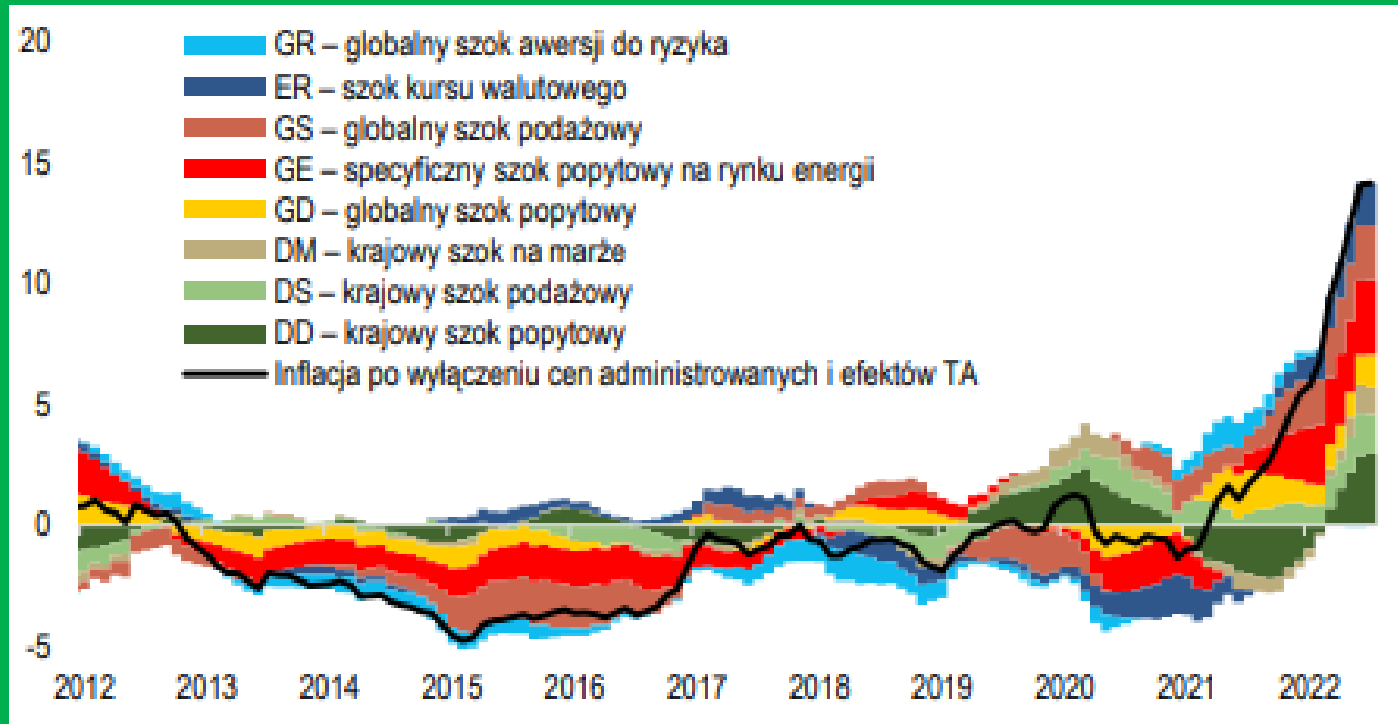


Źródło: strona internetowa Adama Shapiro, San Francisco Fed [[LINK](#)]



Źródło: ECB Economics Bulletin 7/2022 [[LINK](#)]

W Polsce analiz brak, ale historia nie wydaje się odmienna

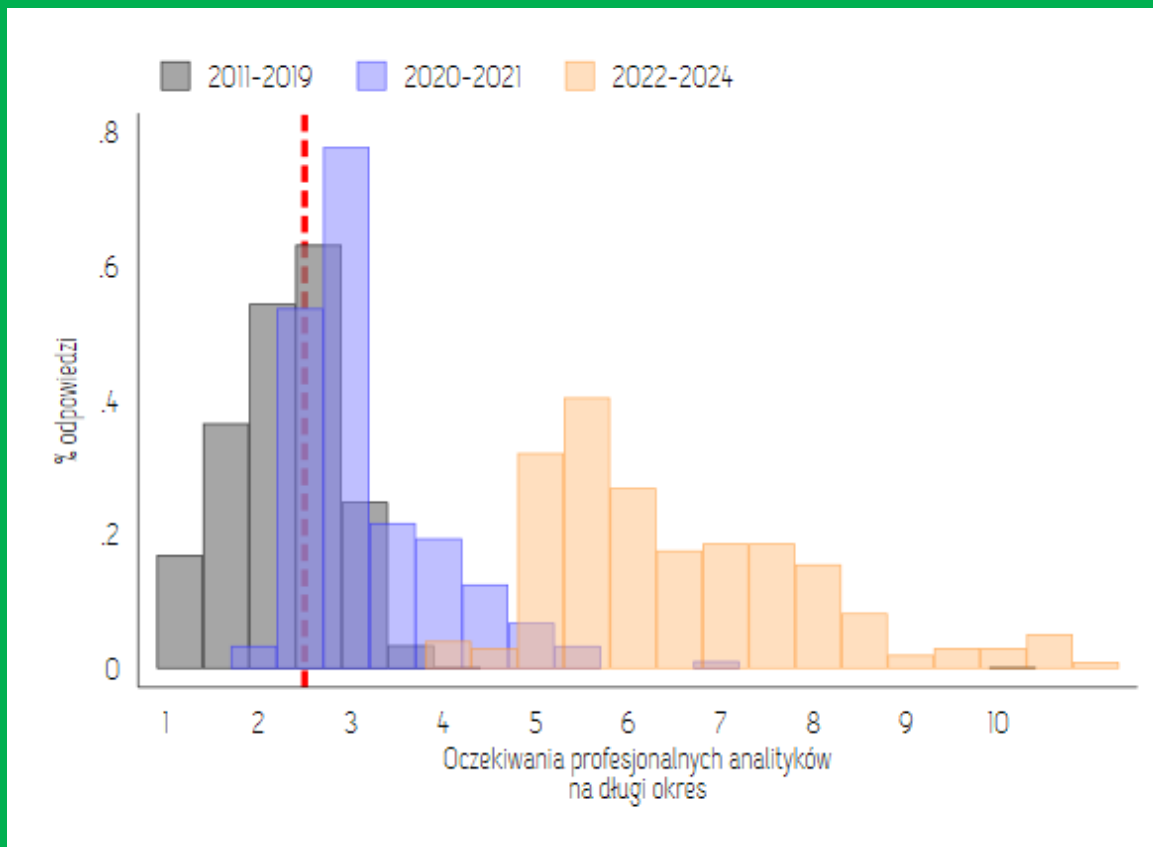
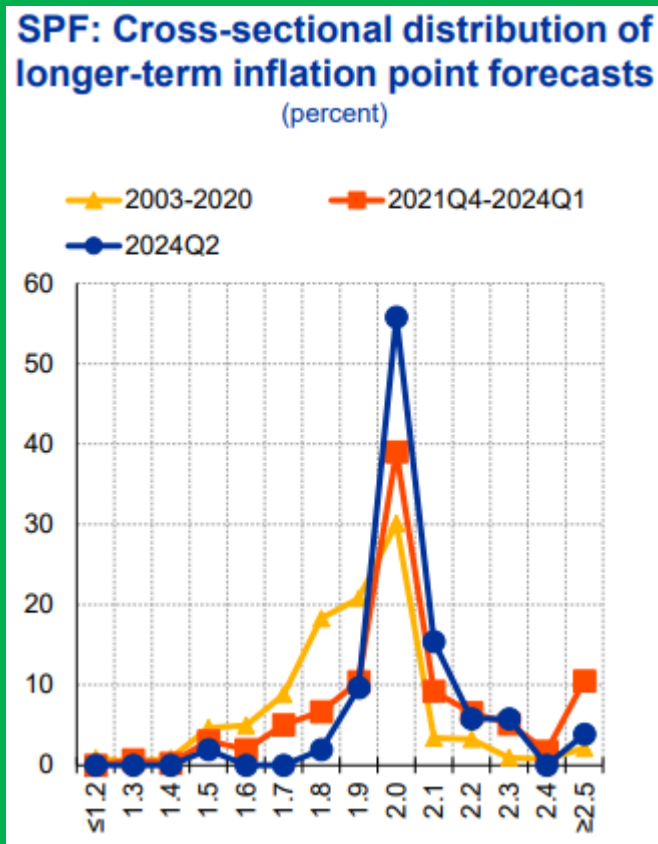


Roczna dynamika cen konsumpcyjnych w okresie luty 2023 r. - kwiecień 2024 r.



Źródło: dane GUS. | Uwaga: inflacja CPI w kwietniu br. na podstawie szybkiego szacunku GUS z 30 kwietnia br.

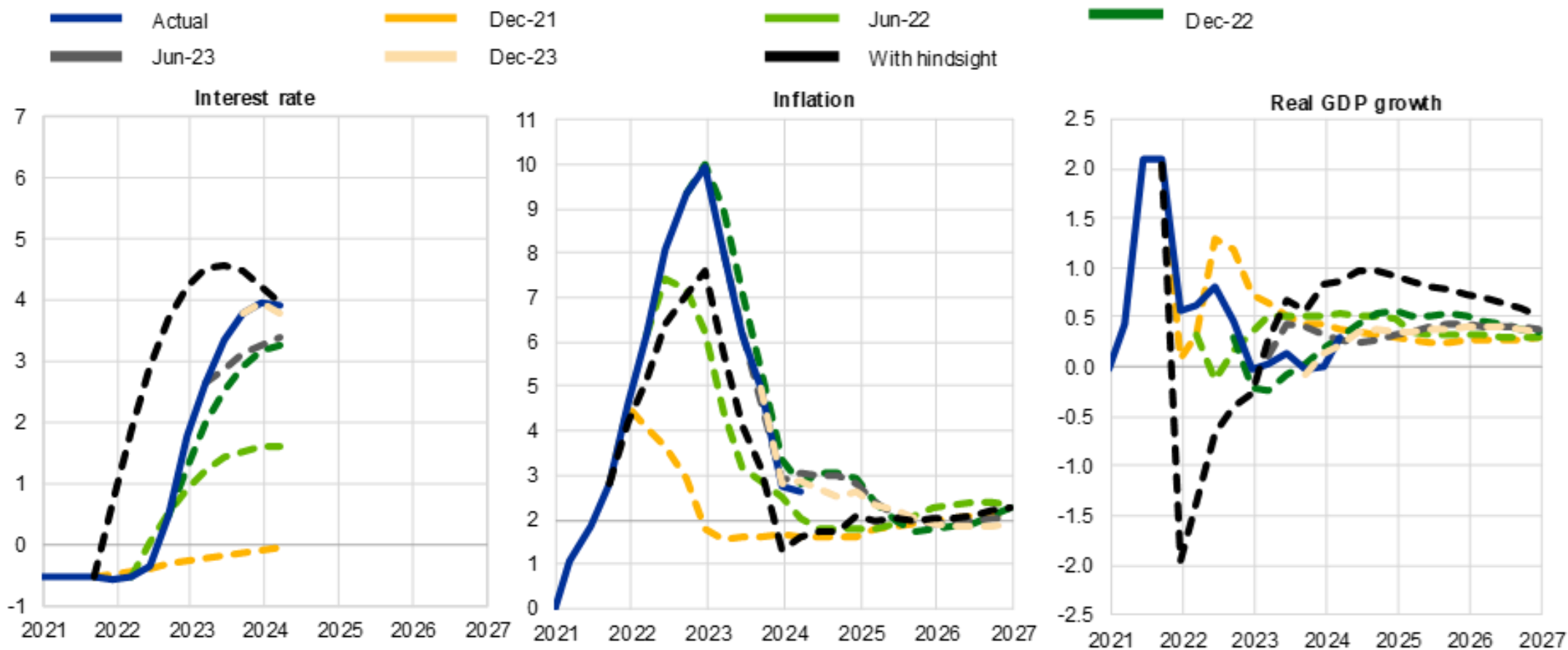
Zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych jest „krytyczne”



Źródło: The State Contingency of Monetary Policy Transmission, Isabel Schnabel, ECB [\[LINK\]](#)

Dane: Ankieta Makroekonomiczna NBP

Kiedy więc wrócimy do niskich stóp procentowych?



Źródło: The analytics of the monetary tightening cycle, Philip R. Lane, ECB [\[LINK\]](#)

Kiedy więc W POLSCE wrócimy do niskich stóp procentowych?

- Inflacja nie była w celu w lutowej projekcji NBP
 - Dryf poziomy w inflacji bazowej w okolicach 4%
 - Od półtora roku „wejście” w cel zawsze na końcu horyzontu
- Od tego czasu
 - Umocnienie złotego + ustabilizowanie inflacji towarów nieżywnościowych
 - Przyspieszenie wzrostu płac
 - Poprawa koniunktury u najważniejszych partnerów zagranicznych
 - Odwieszenie VAT na żywność
 - Częściowe odmrożenie cen energii

DZIĘKUJĘ ZA UWAGĘ!

Wspieramy PSIEROCINIEC



PSIEROCINIEC®

Po analizie i materiały na bieżąco zapraszam na bezstronnie.pl oraz LinkedIn