



NBP

Narodowy Bank Polski

Polityka pieniężna w latach 2010-2015

Warszawa, 15 grudnia 2015



Plan prezentacji:

Plan prezentacji

Uwarunkowania polityki
pieniężnej w latach 2010-2015

1

Uwarunkowania polityki pieniężnej w latach 2010-2015

Realizacja polityki pieniężnej w
latach 2010-2015

2

Realizacja polityki pieniężnej w latach 2010-2015

Przyszłe wyzwania polityki
pieniężnej

3

Przyszłe wyzwania polityki pieniężnej

Plan prezentacji:

Uwarunkowania polityki
pieniężnej w latach 2010-2015

Realizacja polityki pieniężnej w
latach 2010-2015

Przyszłe wyzwania polityki
pieniężnej

Uwarunkowania polityki pieniężnej w latach 2010-2015

- **Uwarunkowanie 1:** *Znaczne zmiany cen surowców, na które Rada reagowała elastycznie, uwzględniając w swoich decyzjach ich wpływ na ryzyko trwałego „odkotwiczenia” oczekiwań inflacyjnych.*
- **Uwarunkowanie 2:** *Trwale niższe tempo wzrostu PKB, silnie ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych i związane z nią napływy kapitału do gospodarek wschodzących.*

Strategia polityki pieniężnej w Polsce

RPP III kadencji prowadziła politykę pieniężną w oparciu o strategię celu inflacyjnego. W *Założeniach polityki pieniężnej* na kolejne lata utrzymywała najważniejsze elementy *Strategii polityki pieniężnej po 2003 r.*:

- cel inflacyjny na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem odchyień +/- 1 punkt procentowy;
- płynny kurs walutowy, który nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju.

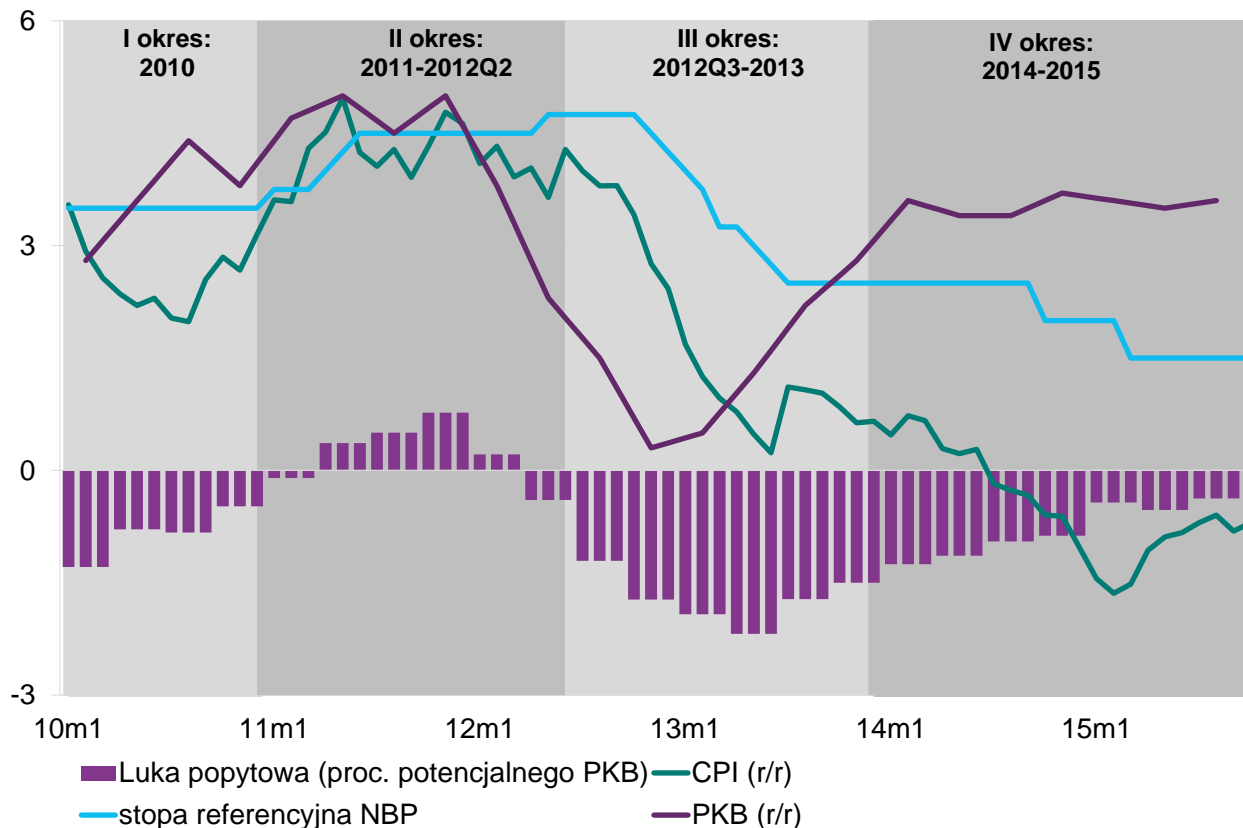
Jednocześnie RPP uwzględniała w *Założeniach polityki pieniężnej* wnioski płynące z doświadczeń ostatnich lat, w szczególności konieczność realizowania strategii celu inflacyjnego w sposób elastyczny umożliwiający równoczesne wspieranie stabilności systemu finansowego.

RPP zwracała także uwagę na konieczność włączenia polityki makroostrożnościowej do instrumentarium polityki stabilizacyjnej państwa.

Założenia polityki pieniężnej na rok 2015



Uwarunkowania polityki pieniężnej w latach 2010-2015



Źródło: Dane GUS, NBP.

Plan prezentacji:

Uwarunkowania polityki
pieniężnej w latach 2010-2015

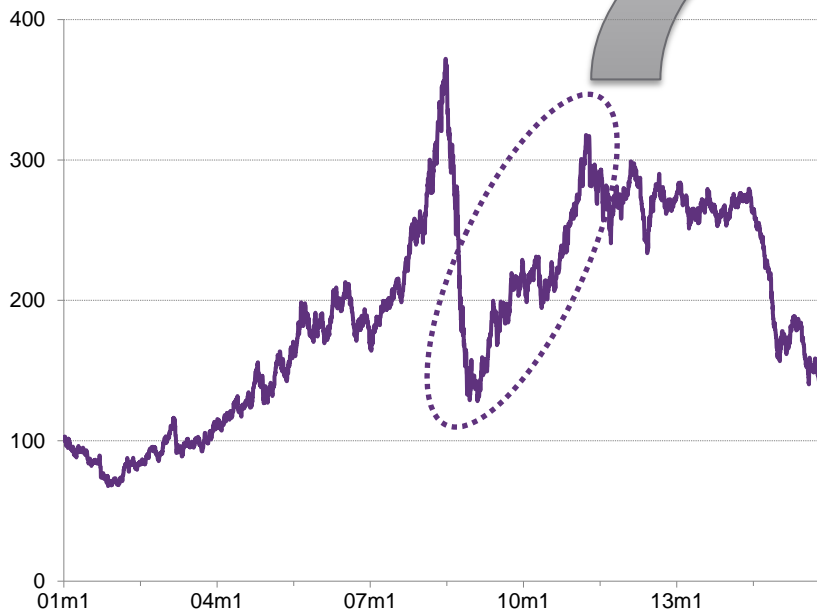
Realizacja polityki pieniężnej w
latach 2010-2015

Przyszłe wyzwania polityki
pieniężnej

- **Uwarunkowanie 1:** *Znaczne zmiany cen surowców, na które Rada reagowała elastycznie, uwzględniając w swoich decyzjach ich wpływ na ryzyko trwałego „odkotwiczenia” oczekiwań inflacyjnych.*

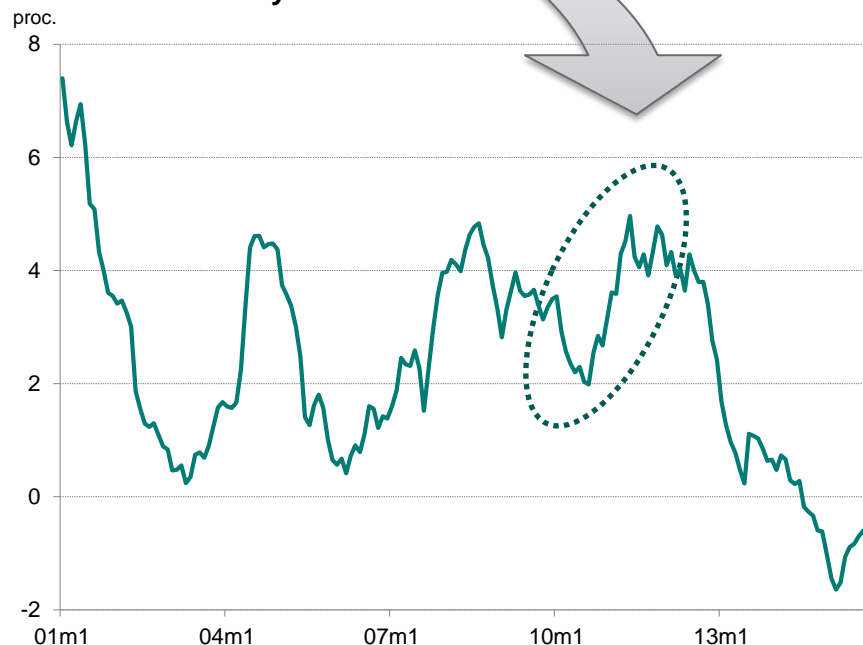
Wzrost cen surowców w okresie 2011Q1-2012Q2 przyczyniał się do wzrostu inflacji w Polsce

Indeks cen surowców S&P



Źródło: Dane Bloomberg.

Dynamika CPI

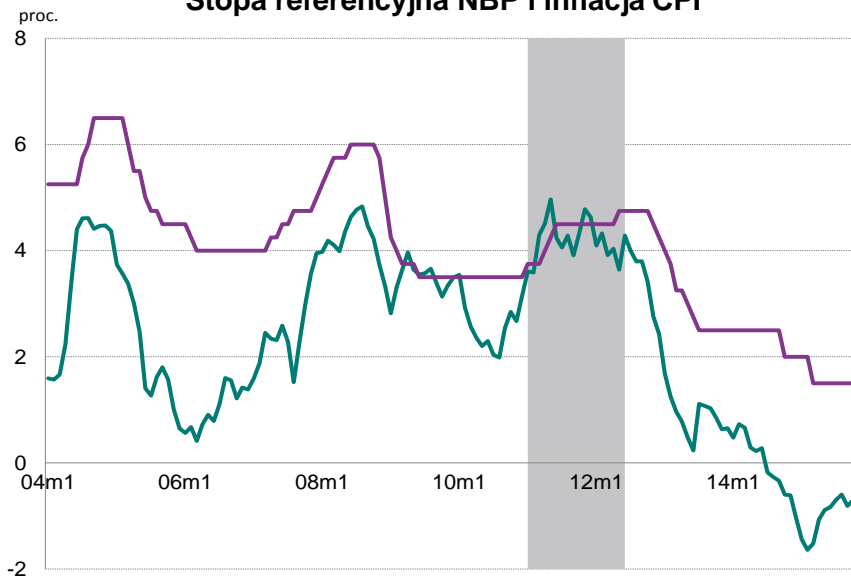


Źródło: Dane GUS.

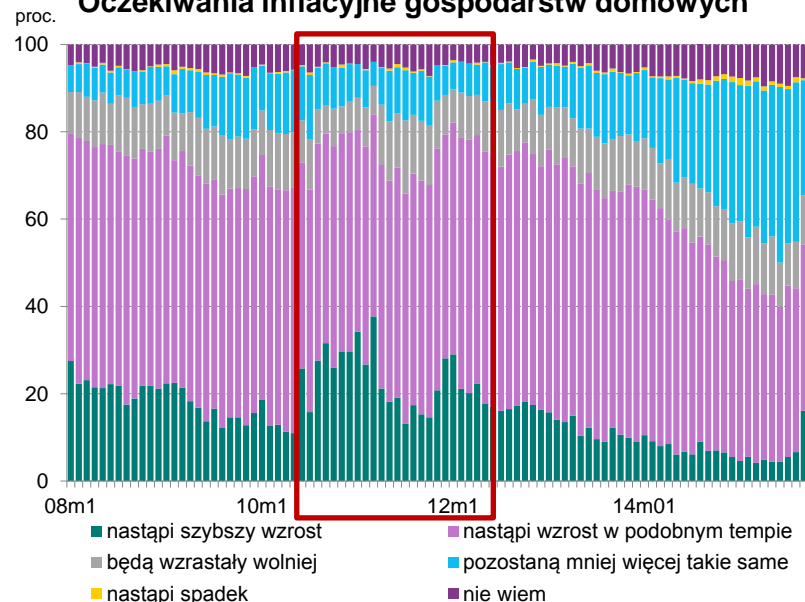
Początkowo rosnące oczekiwania inflacyjne stwarzały ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie

W konsekwencji, w warunkach umacniającego się wzrostu PKB i osłabienia kursu złotego, RPP zaostriżyła politykę pieniężną, podnosząc stopy procentowe łącznie o 125 pb.

Stopa referencyjna NBP i inflacja CPI



Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



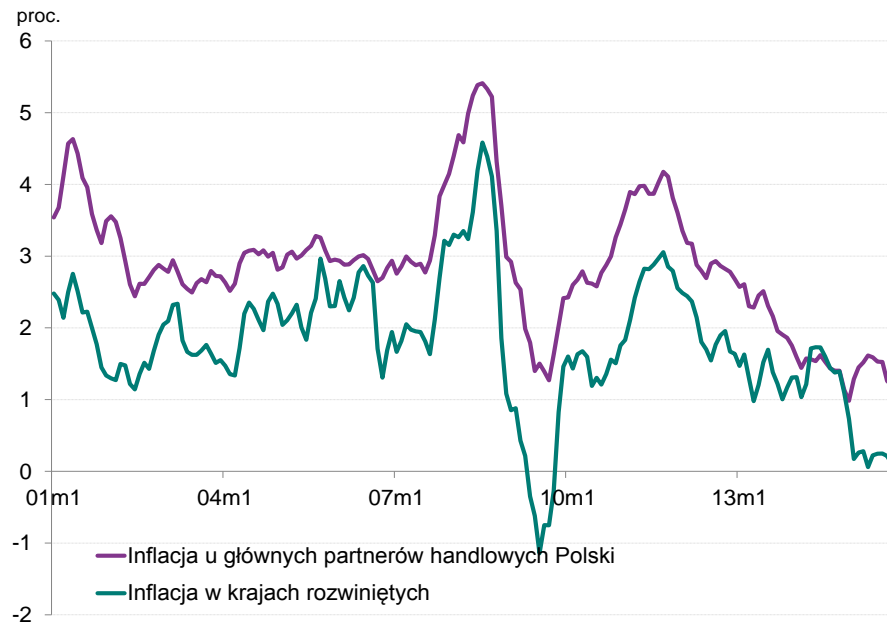
Dopiero w latach 2014-2015 silne spadki cen surowców doprowadziły do gwałtownego obniżenia się inflacji na świecie...

Indeks cen surowców S&P



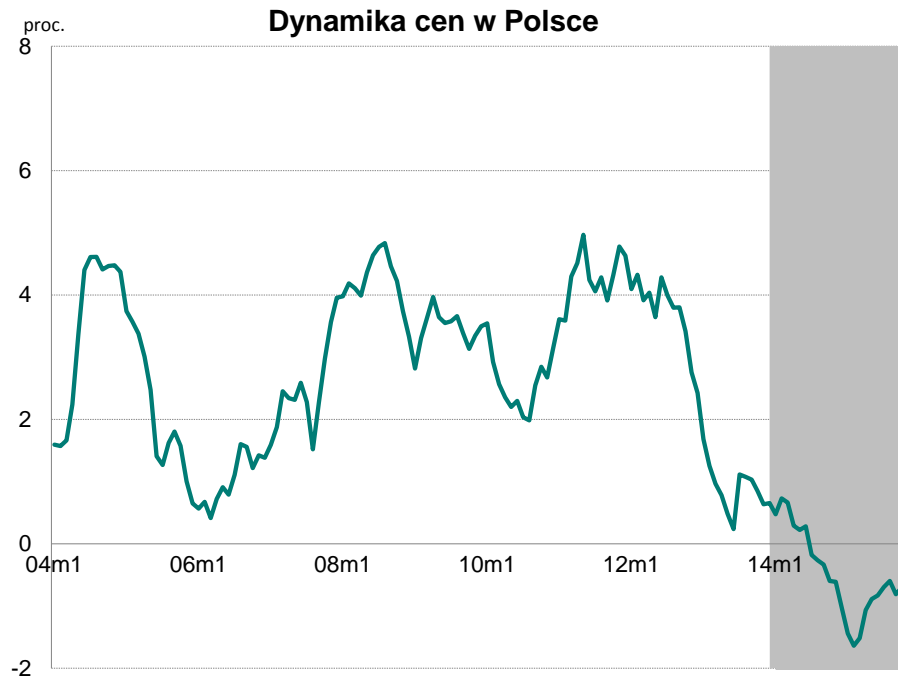
Źródło: Dane Bloomberg.

Dynamika CPI na świecie

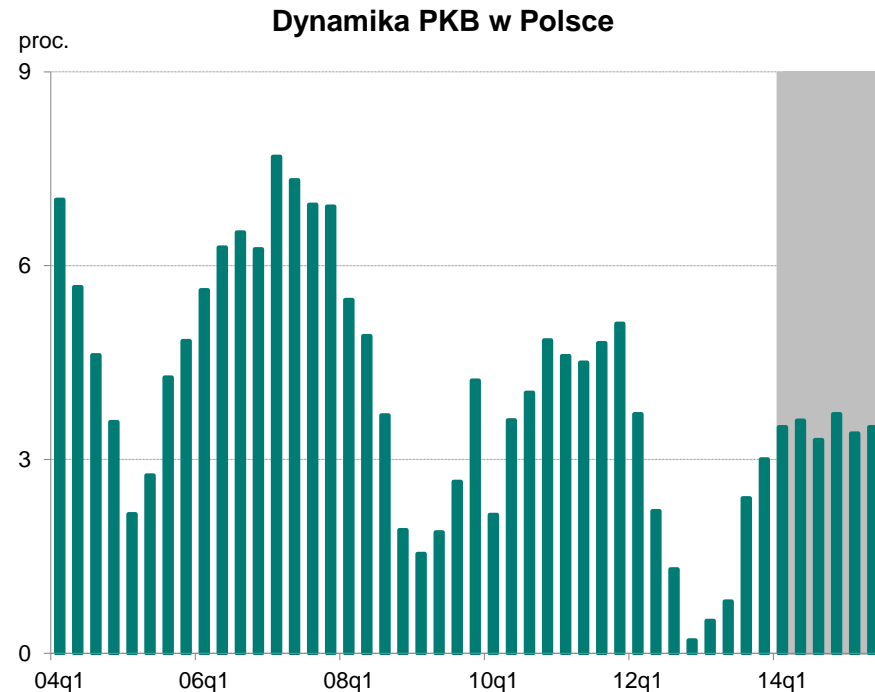


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

...a w Polsce, pomimo stabilnego wzrostu PKB, pojawiła się nawet deflacja



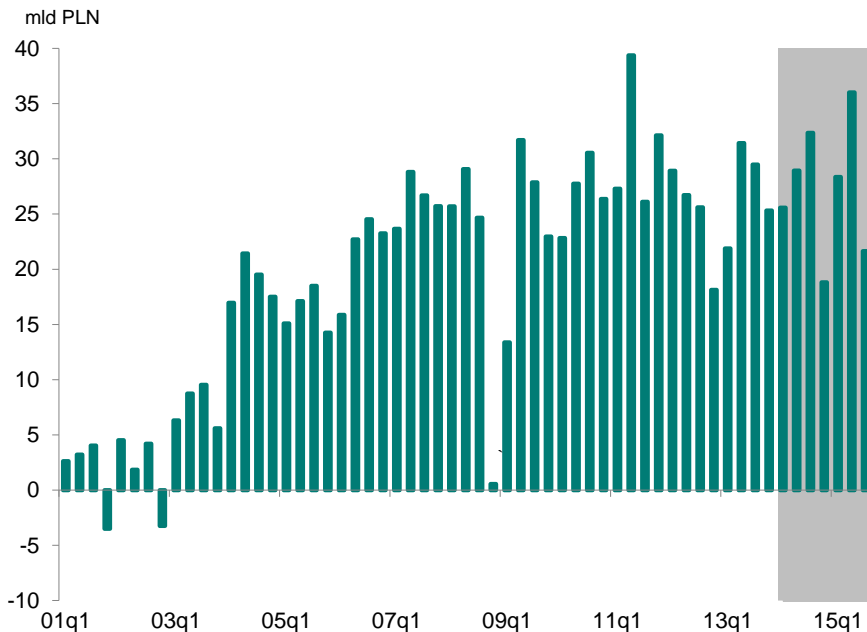
Źródło: GUS.



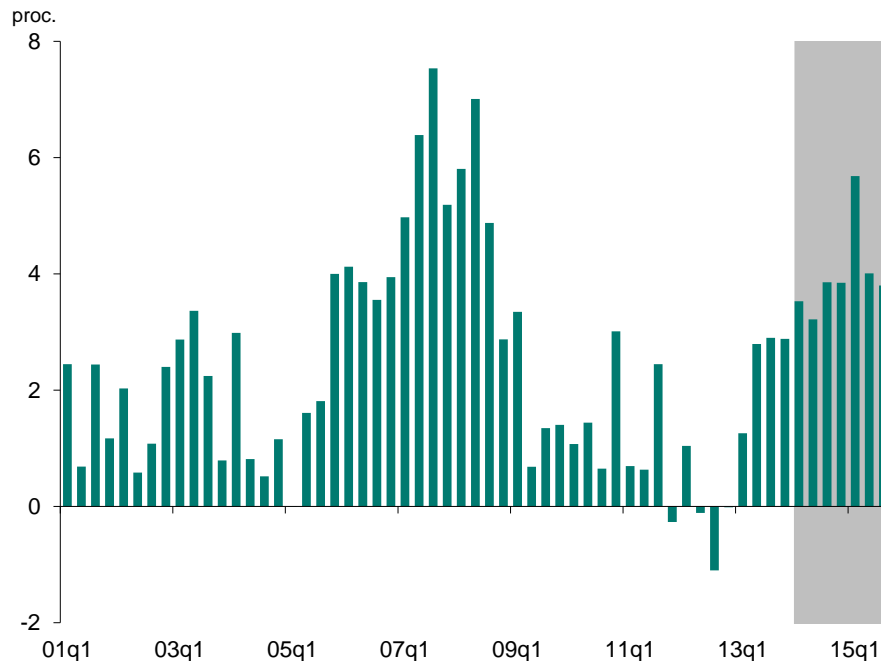
Źródło: Dane GUS.

Deflacja nie ma jednak negatywnego wpływu na sytuację finansową przedsiębiorstw i przyczynia się do wzrostu realnych wynagrodzeń

Wyniki finansowe brutto przedsiębiorstw

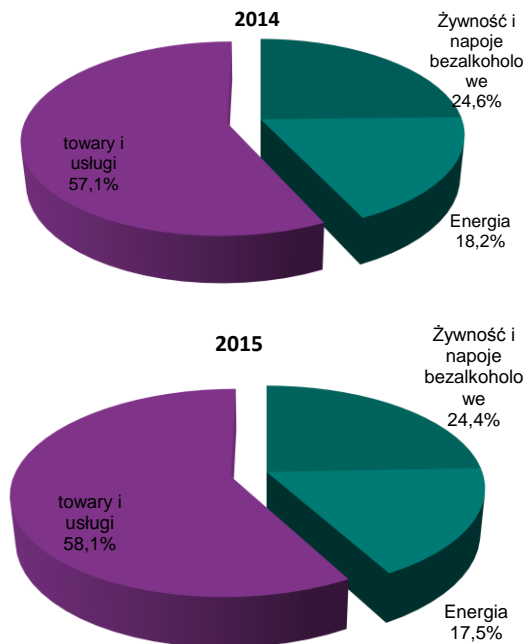


Dynamika realnych wynagrodzeń w gospodarce (r/r)

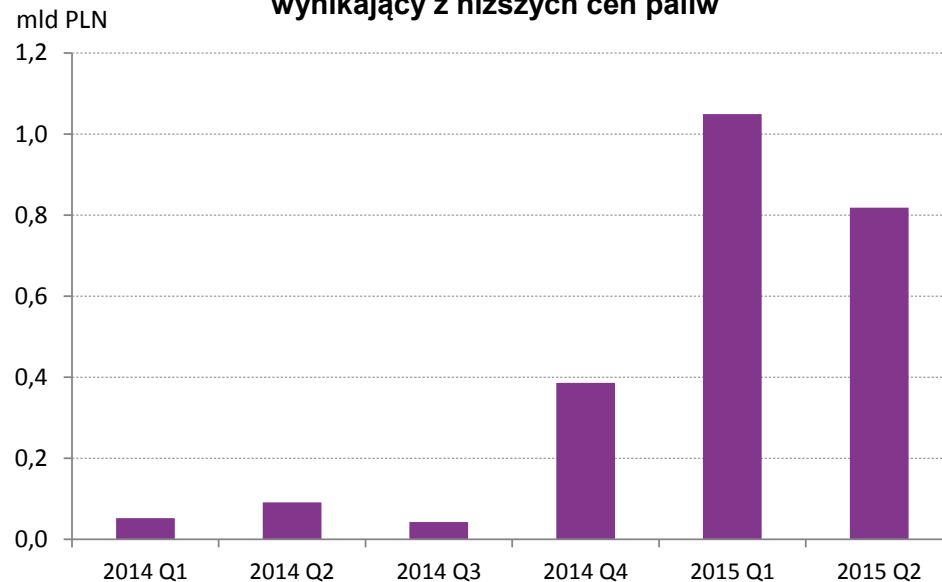


Spadek cen żywności i energii pozwala gospodarstwom domowym zwiększyć konsumpcję pozostałych dóbr i usług

Wydatki gospodarstw domowych na poszczególne kategorie dóbr i usług



Spadek wydatków gospodarstw domowych wynikający z niższych cen paliw

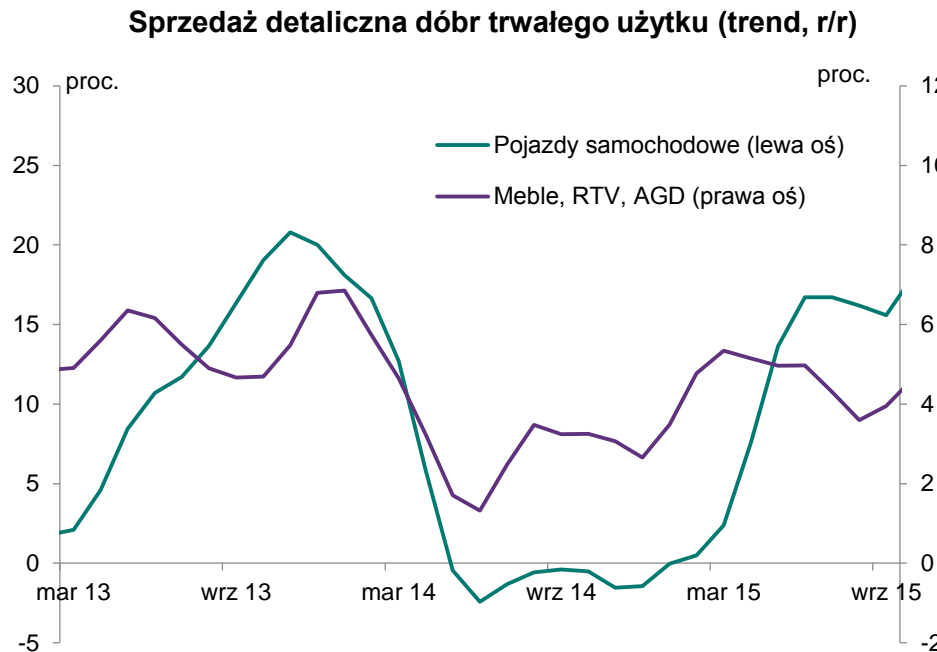


Źródło: Szacunki IE.

Pomimo deflacji przedsiębiorstwa zwiększają inwestycje, a gospodarstwa domowe nie ograniczają konsumpcji dóbr trwałego użytku



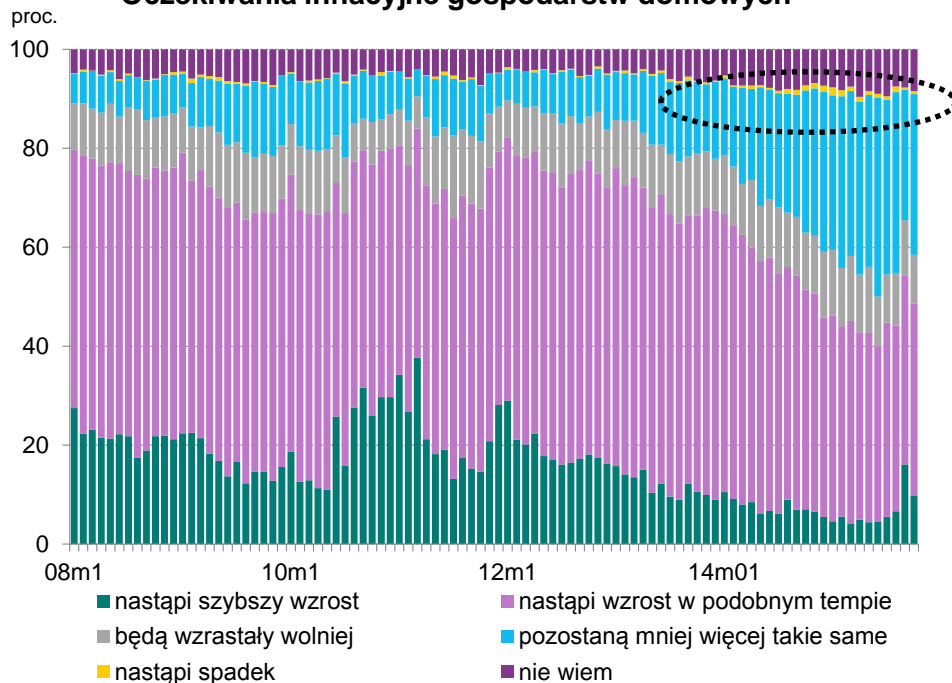
Źródło: Dane NBP.



Źródło: Dane GUS.

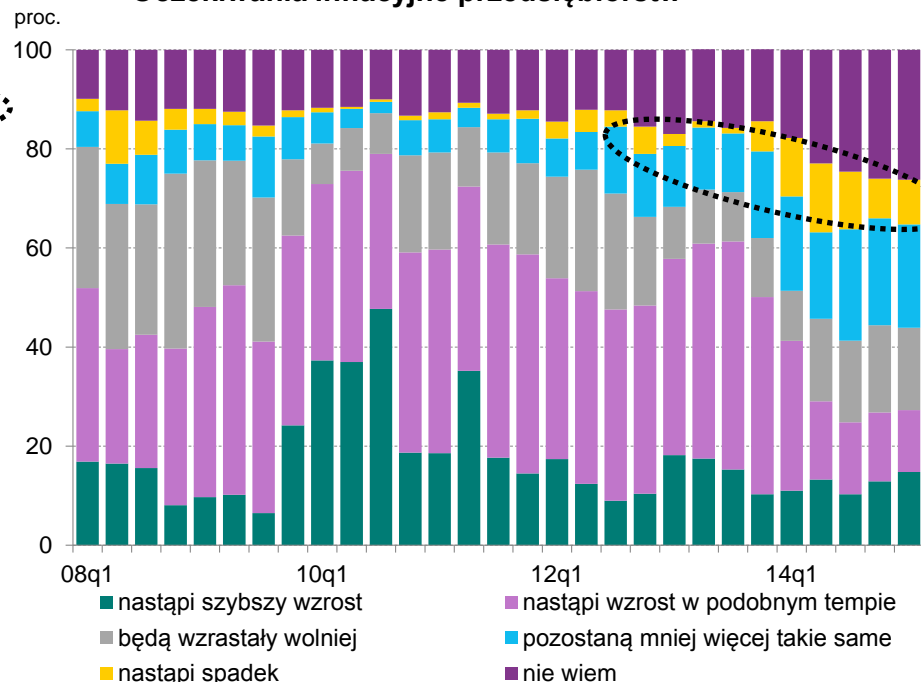
Wzrost gospodarczy sprawia, że deflacja nie przyczynia się do pojawienia się oczekiwań deflacyjnych

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



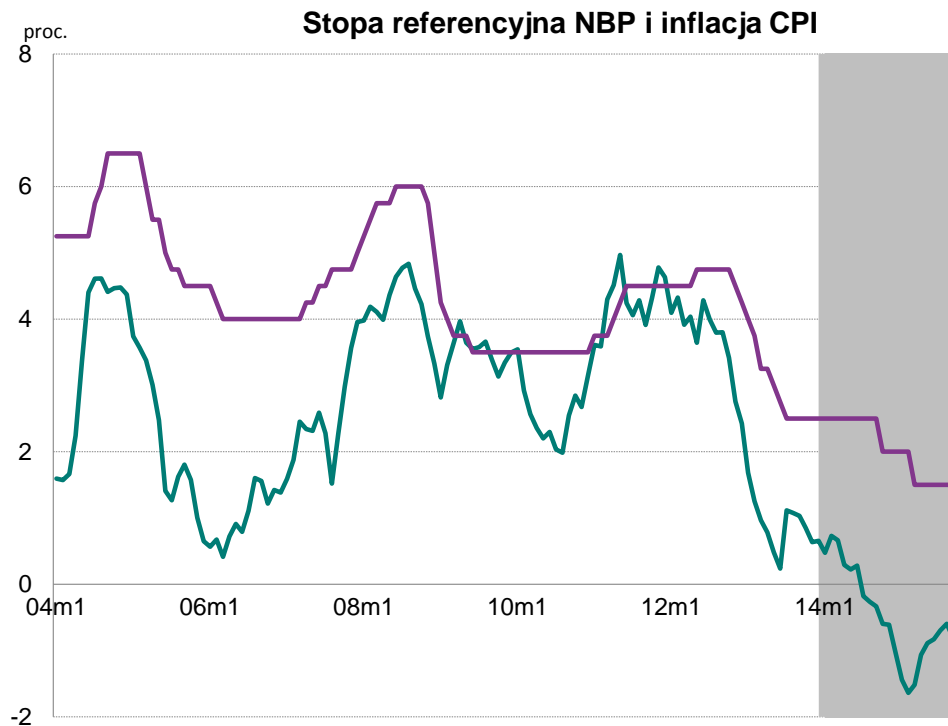
Źródło: Dane NBP.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Między innymi dzięki temu, po obniżeniu stóp procentowych do najniższego poziomu w historii, Rada zakończyła cykl łagodzenia polityki pieniężnej



Źródło: Dane NBP.

Plan prezentacji:

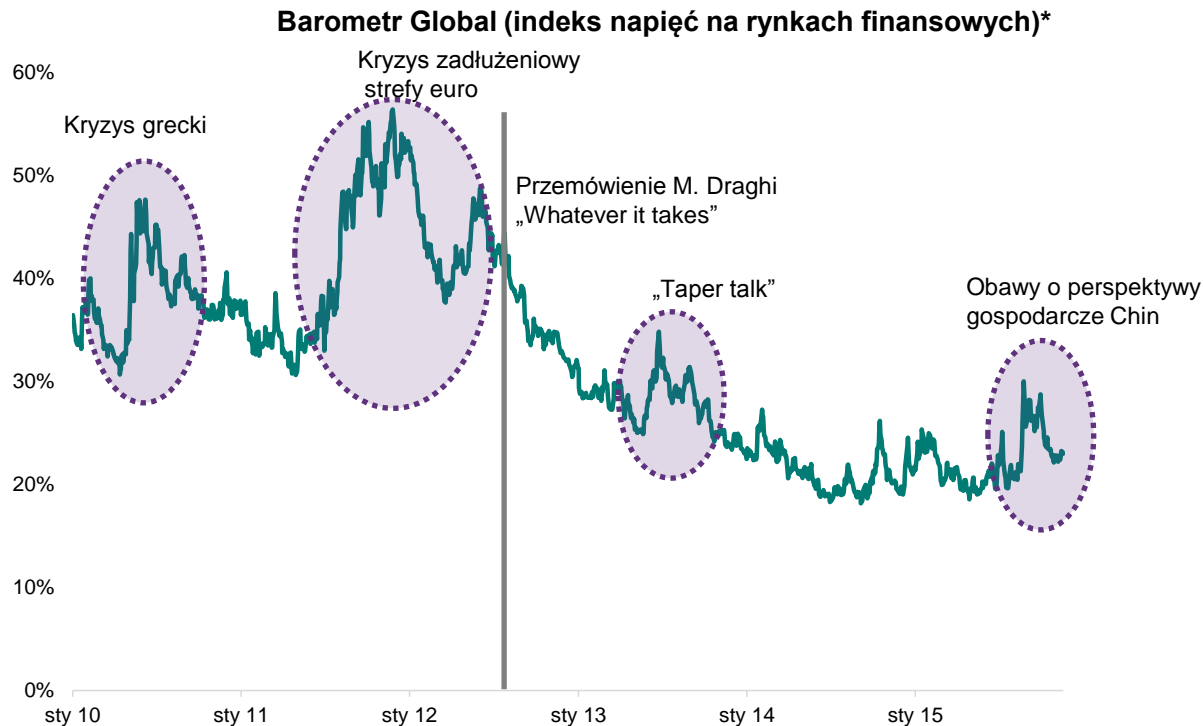
Uwarunkowania polityki
pieniężnej w latach 2010-2015

Realizacja polityki pieniężnej w
latach 2010-2015

Przyszłe wyzwania polityki
pieniężnej

Uwarunkowanie 2: *Trwale niższe tempo wzrostu PKB, silnie ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych i związane z nią napływy kapitału do gospodarek wschodzących*

W następstwie globalnego kryzysu polityka pieniężna była prowadzona w warunkach podwyższonej niepewności na rynkach finansowych...

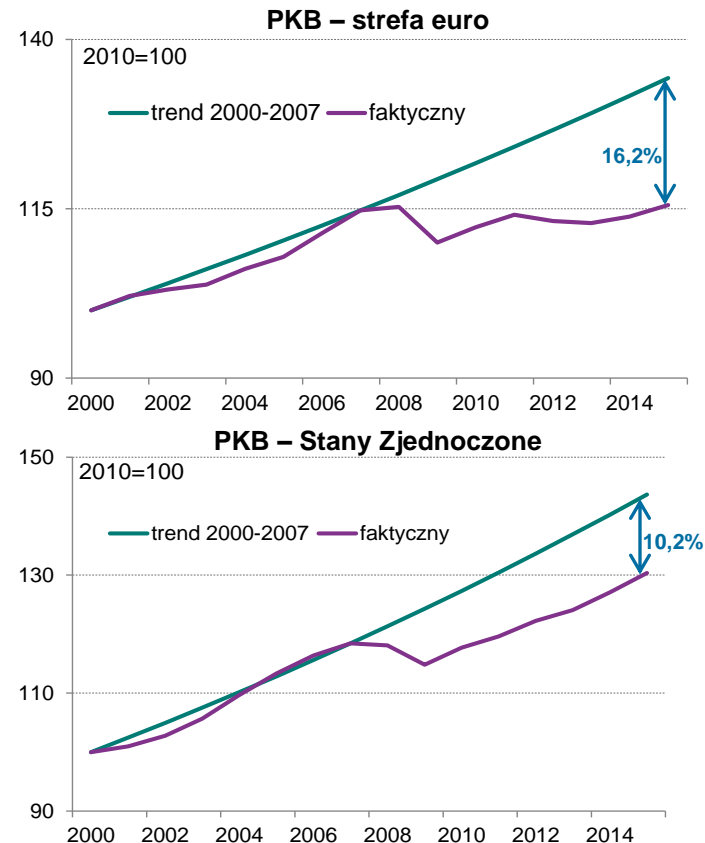


Źródło: NBP.

* Indeks obejmuje m.in. ceny akcji na świecie i ich implikowaną zmienność, spready na rynku pieniężnym i obligacji na rynkach bazowych i wschodzących, zysowność strategii carry trade i implikowaną zmienność głównych par walutowych.

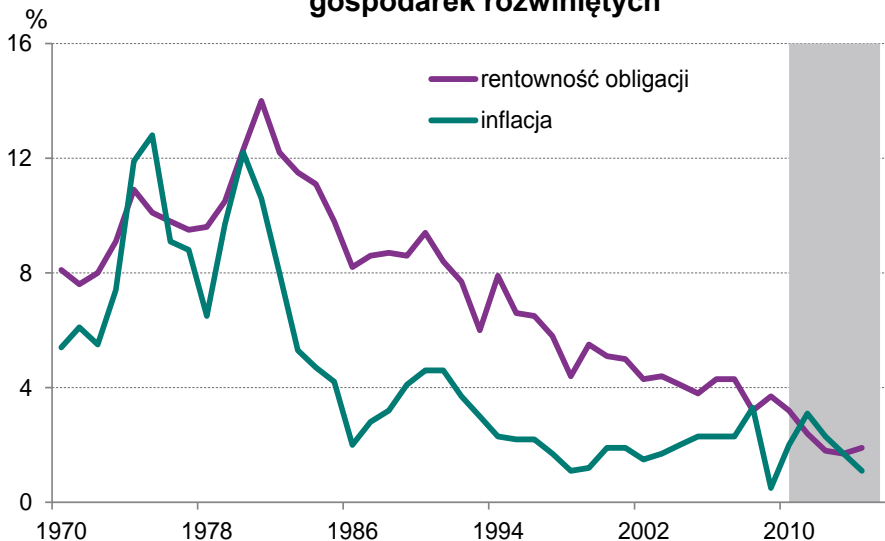
... i znacząco obniżonej dynamiki globalnego PKB

- PKB w największych gospodarkach rozwiniętych nie powrócił do poziomu wynikającego z przedkryzysowego trendu;
- Wzrost PKB w ostatnich latach był ograniczany przez wysokie zadłużenie sektora publicznego i prywatnego (hipoteza cyklu kredytowego);
- Równocześnie utrzymywało się niskie tempo wzrostu produktywności czynników wytwórczych, które skłoniło do dyskusji nad hipotezą „sekularnej stagnacji”.



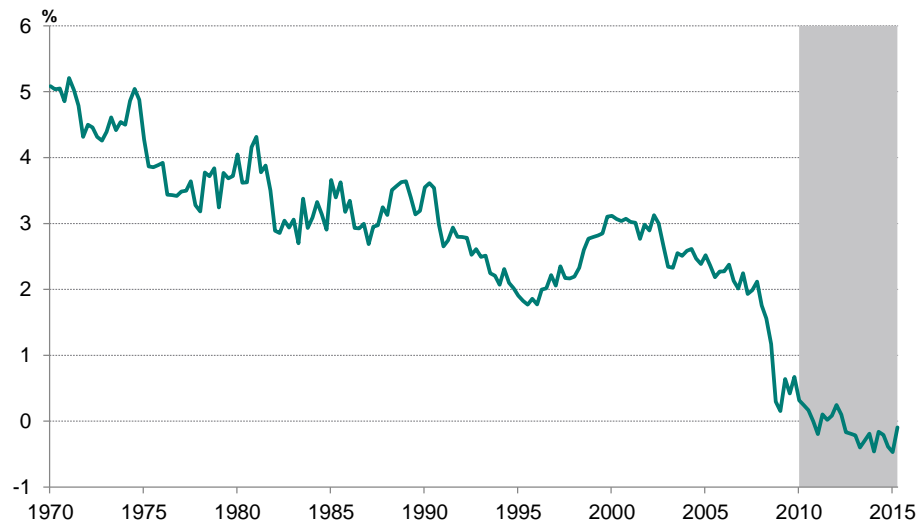
Niskie tempo wzrostu gospodarczego było jedną z przyczyn spadku naturalnej stopy procentowej

Inflacja i rentowność 10-letnich obligacji największych gospodarek rozwiniętych



Źródło: dane MFW i Bloomberg.

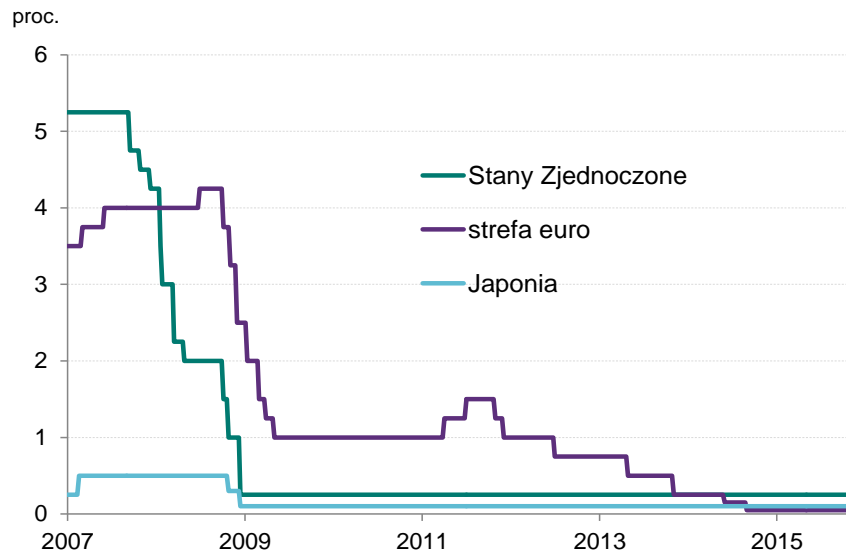
Oszacowanie naturalnej stopy procentowej w USA



Źródło: Laubach i Williams (2003). Szacunki zostały zaktualizowane i obejmują dane do 2015q2.

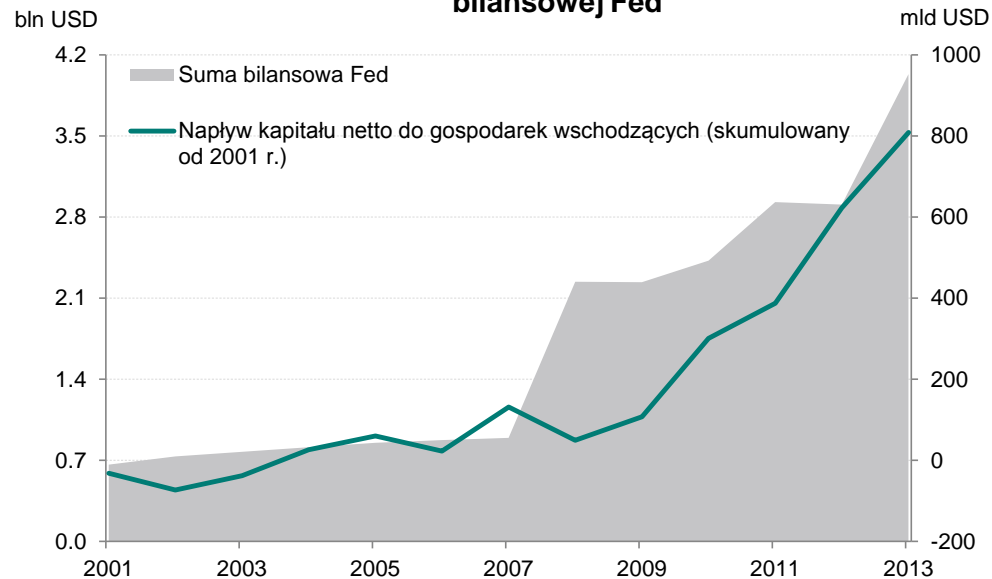
Silnie ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych przyczyniała się też do napływu kapitału do gospodarek wschodzących

Stopy procentowe głównych banków centralnych



Źródło: Bloomberg.

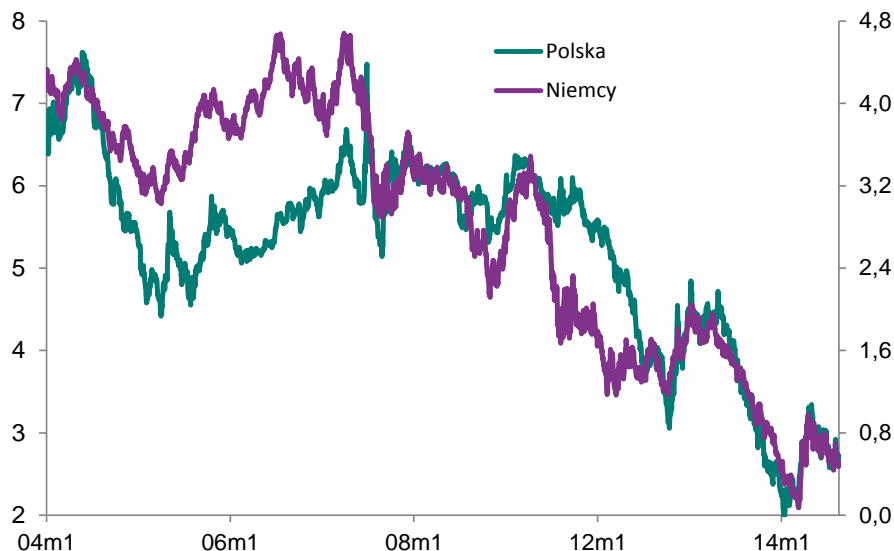
Napływ kapitału do gospodarek wschodzących na tle sumy bilansowej Fed



Źródło: MFW, Bloomberg.

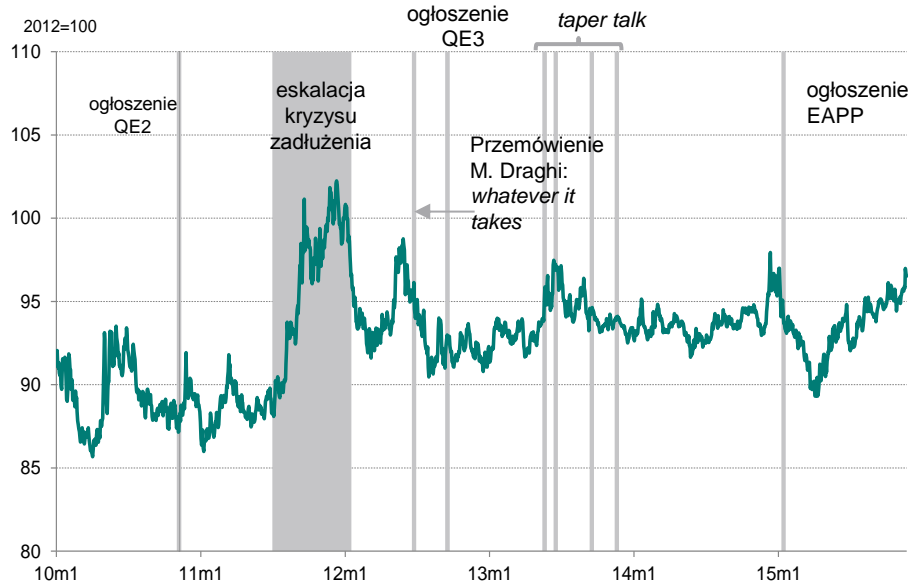
Warunki monetarne w strefie euro i USA wpływały przede wszystkim na rentowności krajowych obligacji. Kurs złotego pozostawał względnie stabilny.

Rentowności polskich (lewa oś) i niemieckich (prawa oś) obligacji skarbowych



Źródło: Bloomberg.

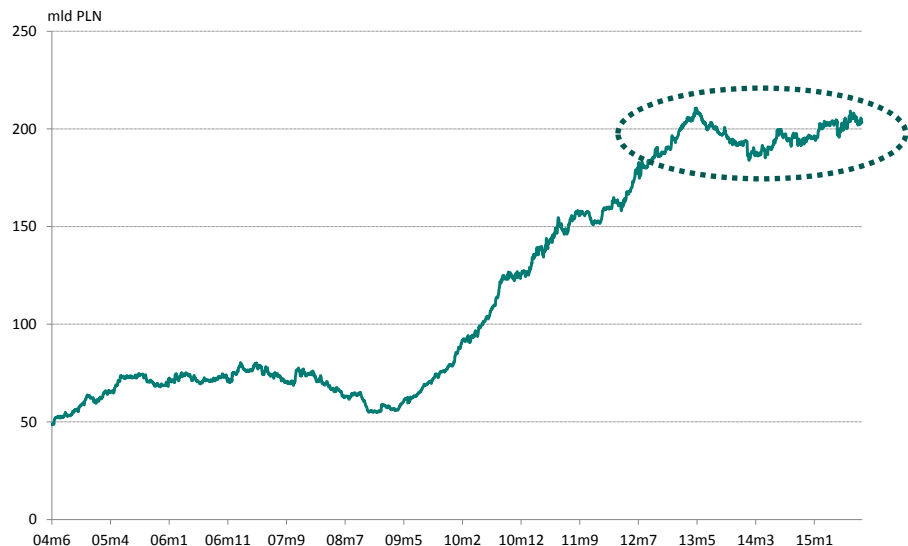
Kurs EURPLN na tle wydarzeń globalnych (wzrost oznacza deprecjację)



Źródło: opracowanie IE na podstawie danych Bloomberg.

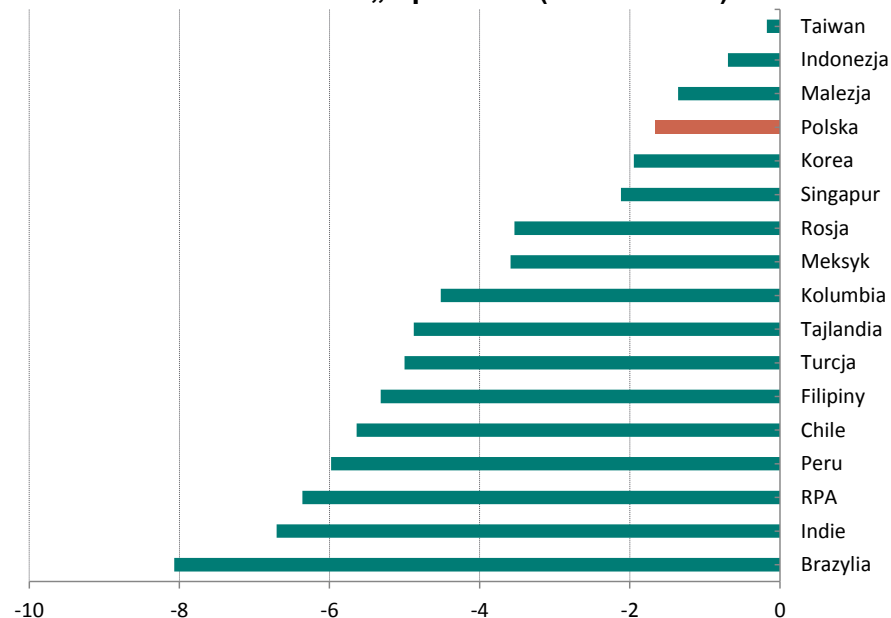
Korzystna ocena polskiej gospodarki przez inwestorów zagranicznych ograniczała ryzyko silnego odpływu kapitału...

Zaangażowanie nierezydentów na polskim rynku SPW



Źródło: Dane MF.

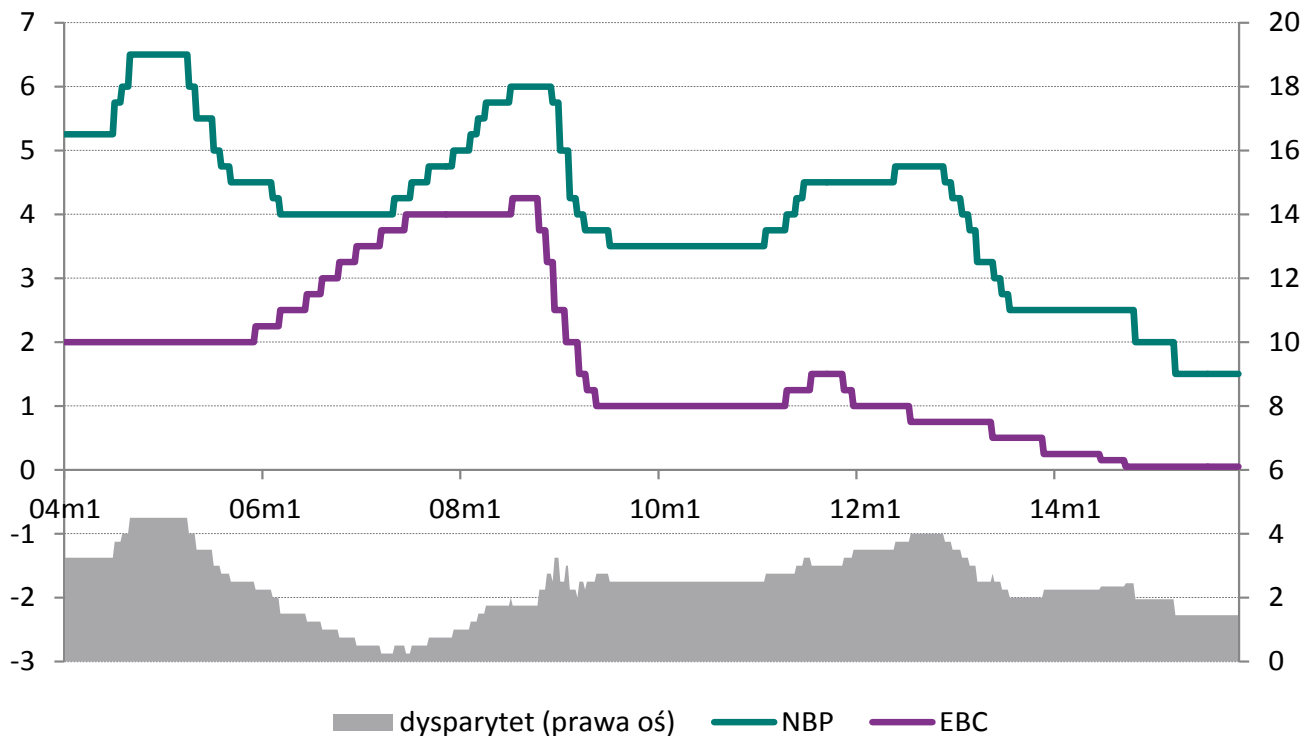
Skala deprecjacji walut wybranych gospodarek wschodzących w czasie „taper talk” (II kw. 2013 r.)



Źródło: dane Bloomberg.

... co zapewniało możliwość prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej

Główna stopa procentowa NBP i EBC



Źródło: Bloomberg.

Plan prezentacji:

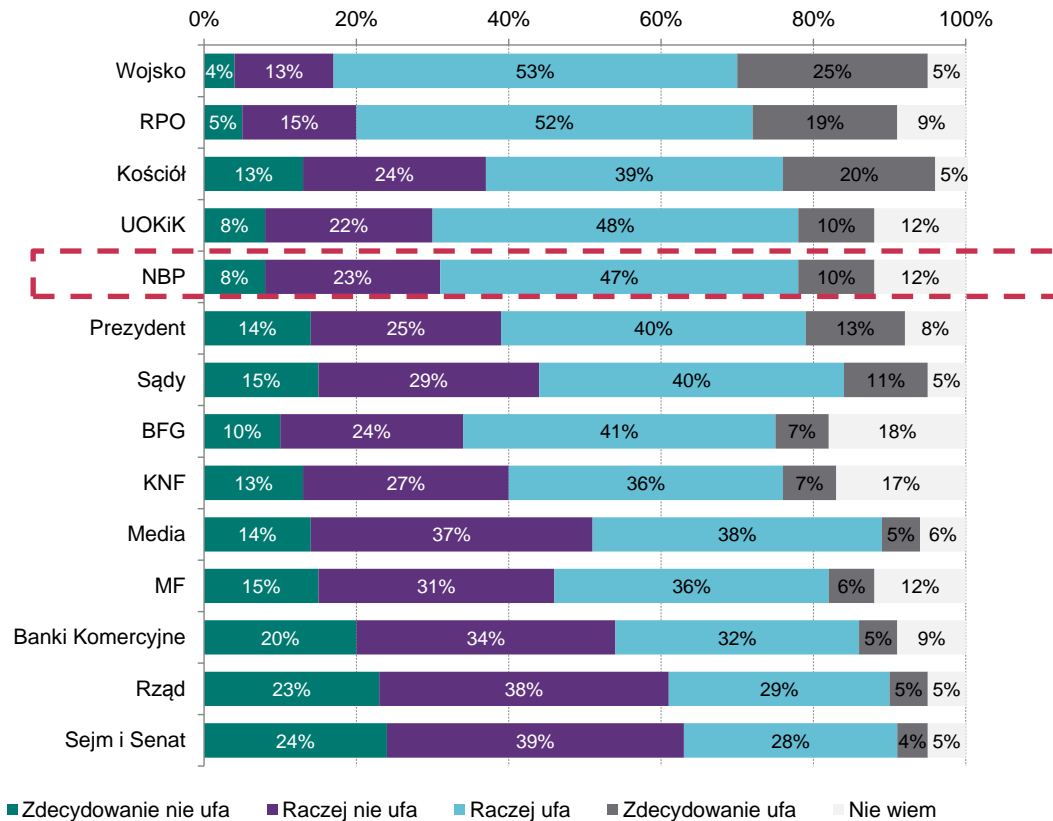
Uwarunkowania polityki
pieniężnej w latach 2010-2015

Realizacja polityki pieniężnej w
latach 2010-2015

Przyszłe wyzwania polityki
pieniężnej

Realizacja polityki pieniężnej w latach 2010-2015

Narodowy Bank Polski cieszy się dużym zaufaniem społecznym



Źródło: dane PBS z października 2015.

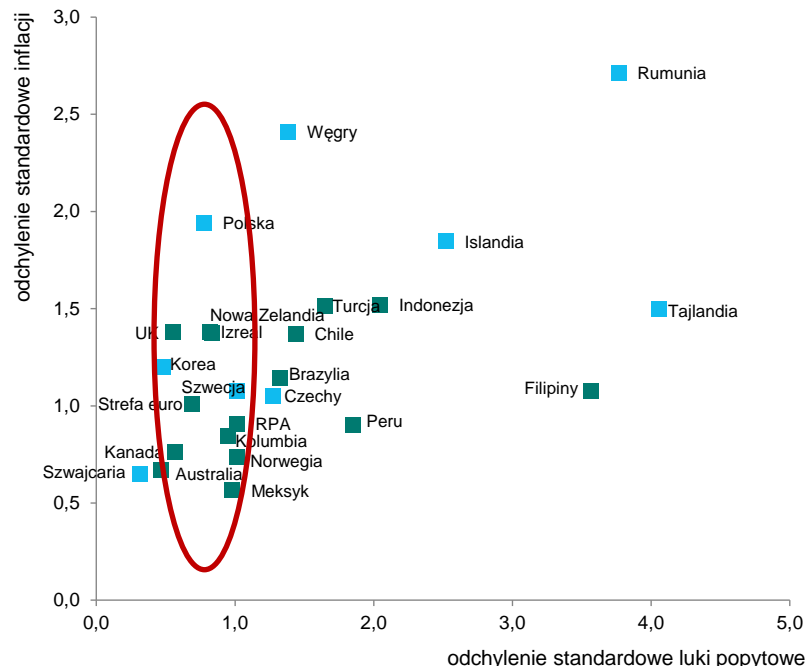
Zaufanie do NBP pozwala na elastyczne realizowanie celu polityki pieniężnej

Choć inflacja CPI odchyłała się od celu inflacyjnego NBP, to jej średni poziom w latach 2010-2015 wynosił 1,8%, a więc znajdował się w przedziale odchyłen od celu



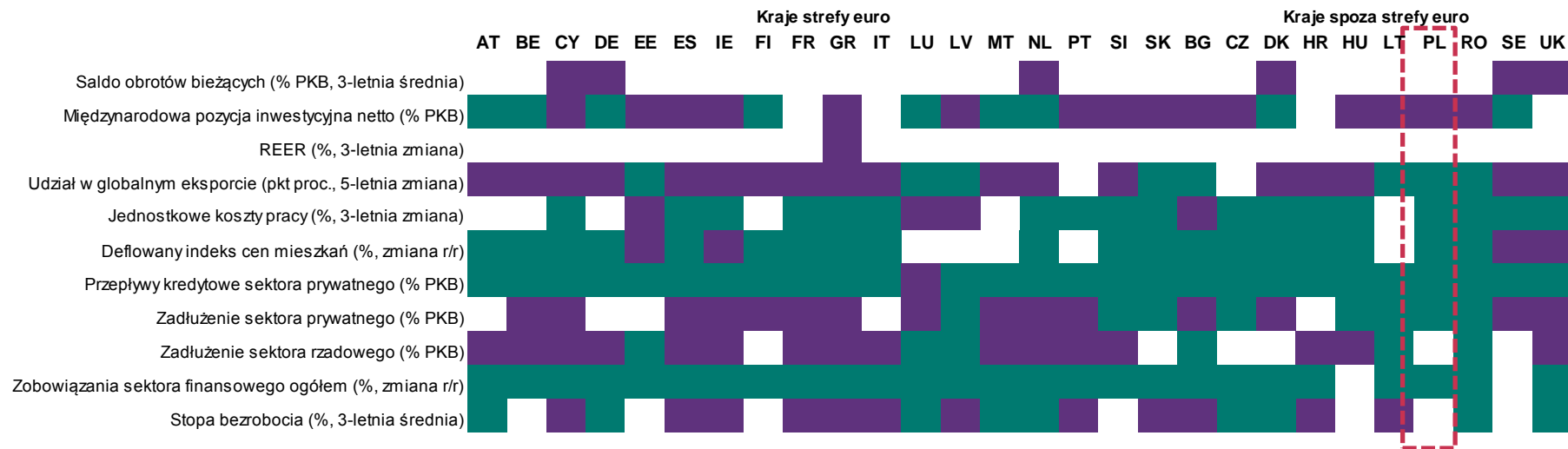
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg, NBP, OECD.

Elastyczne realizowanie strategii celu inflacyjnego sprzyjało ograniczeniu zmienności luki popytowej (2010-2015)*



* Na niebiesko zaznaczono małe gospodarki otwarte, w których relacja eksportu do PKB przekracza 40%.

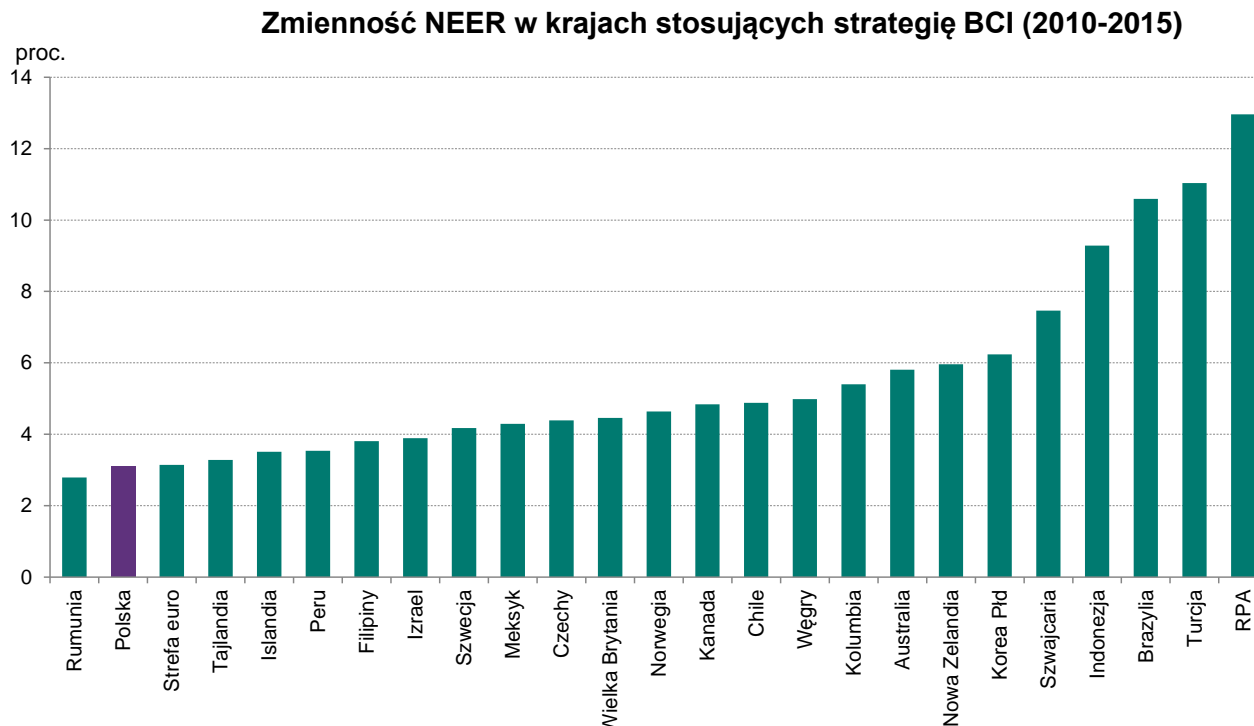
Tablica ocen nierównowag makroekonomicznych w UE



Legenda:

- dla wartości przekraczających próg
- dla wartości poniżej progu o co najmniej 0,5-krotność odchylenia standardowego wszystkich krajów

Złoty stał się jedną z najstabilniejszych walut wśród krajów stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BIS.

Plan prezentacji:

Uwarunkowania polityki
pieniężnej w latach 2010-2015

Realizacja polityki pieniężnej w
latach 2010-2015

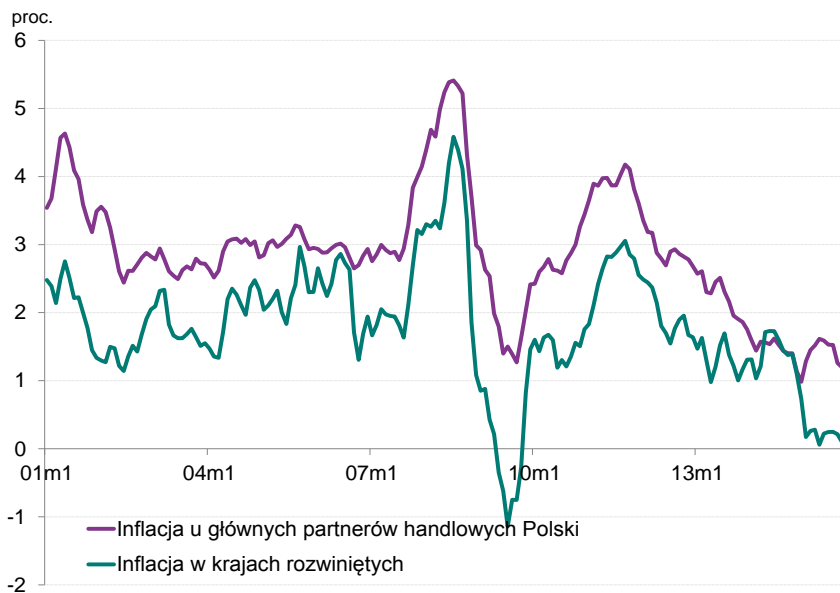
Przyszłe wyzwania polityki
pieniężnej

Przyszłe wyzwania polityki pieniężnej

- **Wyzwanie 1:** *Koordinacja polityki pieniężnej i makroostrożnościowej*
- **Wyzwanie 2:** *Utrzymanie równowagi makroekonomicznej wobec ryzyka wydłużającego się okresu niskiej inflacji w warunkach niskiego wzrostu w gospodarce globalnej*

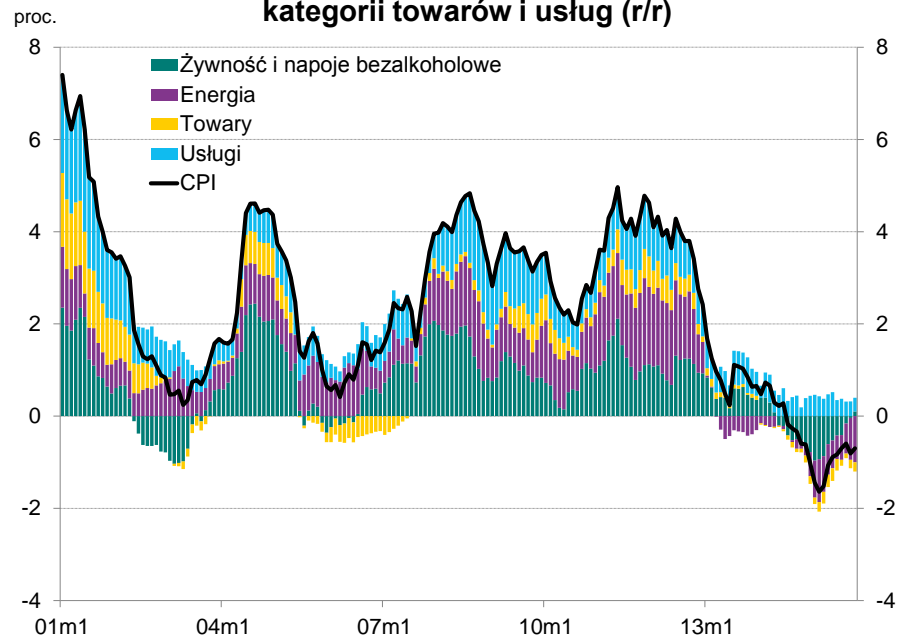
Obecna niska dynamika cen ma charakter globalny i wynika z niskiego tempa wzrostu na świecie oraz ze spadku cen surowców na rynkach światowych

Dynamika CPI na świecie



Źródło: Dane Bloomberg.

Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r)

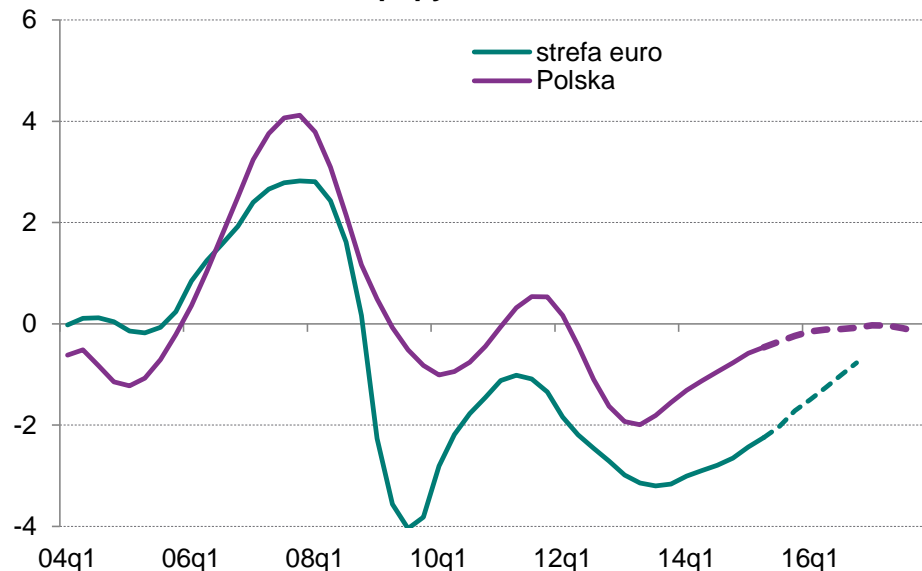


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Luka popytowa w Polsce – inaczej niż w strefie euro – jest jedynie nieznacznie ujemna, a sytuacja na rynku pracy systematycznie się poprawia

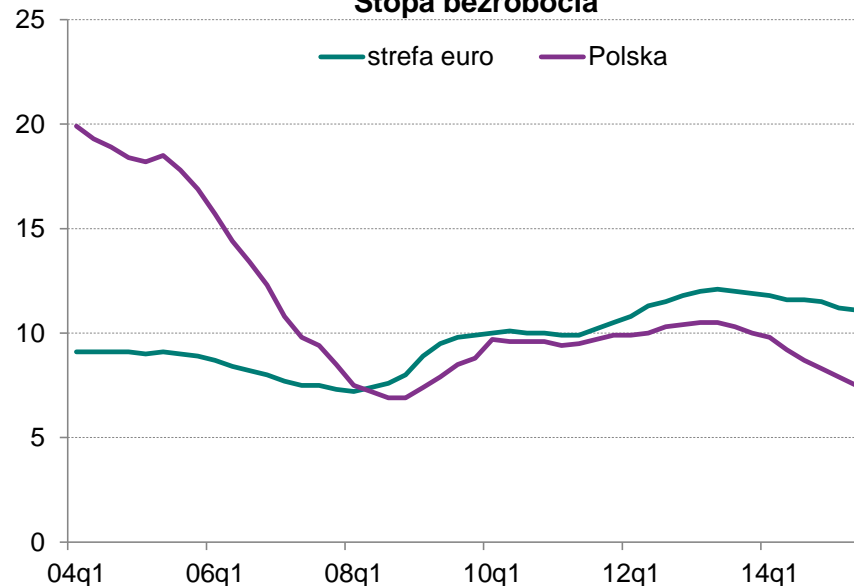
Punktem odniesienia dla polityki pieniężnej jest luka popytowa. Jej kształtowanie świadczy o tym, że polityka pieniężna RPP sprzyja utrzymaniu równowagi w polskiej gospodarce.

Luka popytowa



Źródło: Ameco (strefa euro), NECMOD (Polska).

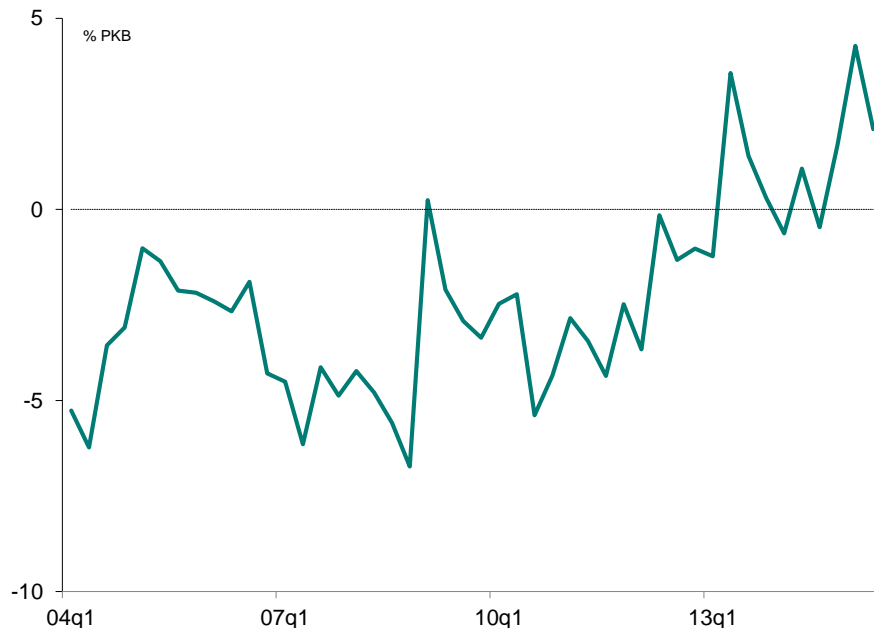
Stopa bezrobocia



Źródło: dane Eurostat.

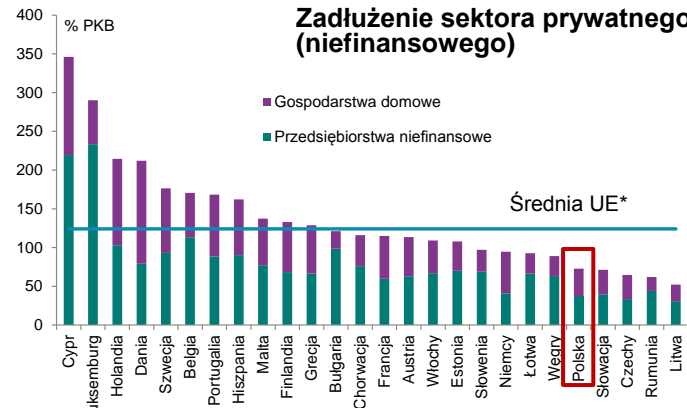
Ważnym przejawem zrównoważenia gospodarki jest stabilność salda na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych oraz niskie zadłużenie sektora prywatnego i publicznego

Saldo obrotów bieżących i kapitałowych

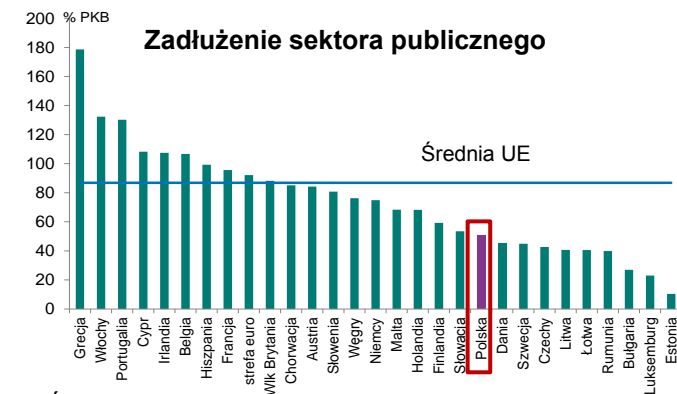


Źródło: NBP.

Zadłużenie sektora prywatnego (niefinansowego)



Zadłużenie sektora publicznego

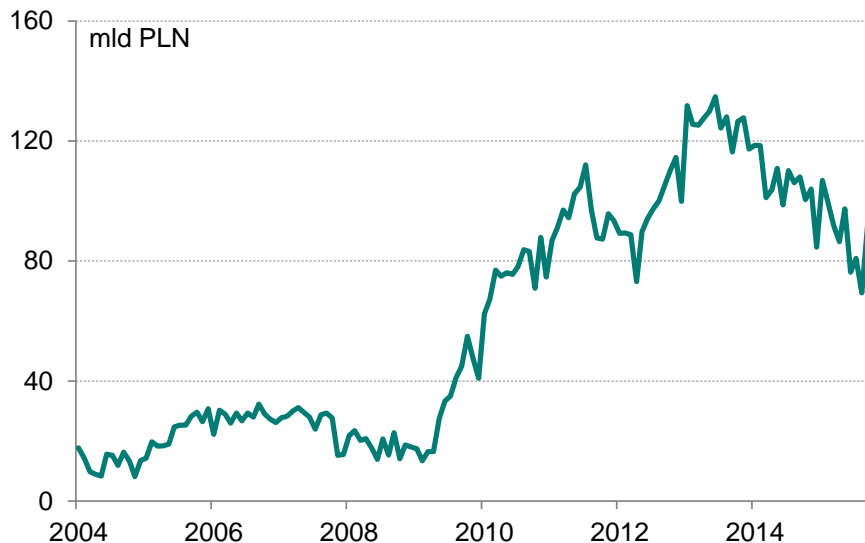


Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP. Dane za 2014 r.

* Średnia bez Wielkiej Brytanii i Irlandii.

W sektorze bankowym utrzymuje się wysoka nadpłynność. Akcja kredytowa jest ograniczana przez niski popyt na kredyt, a nie brak podaży.

Nadpłynność jest odzwierciedlona w wysokiej skali emisji bonów pieniężnych NBP



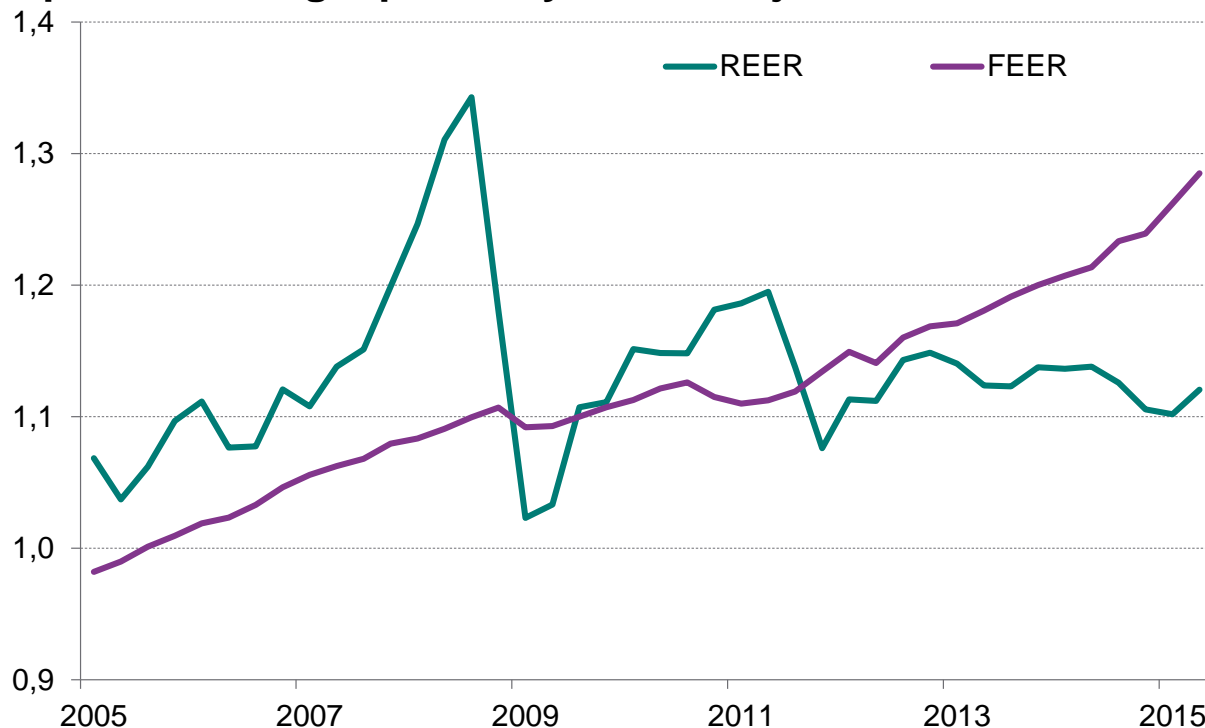
Źródło: dane NBP.

Popyt na kredyt i dostępność kredytów dla przedsiębiorstw



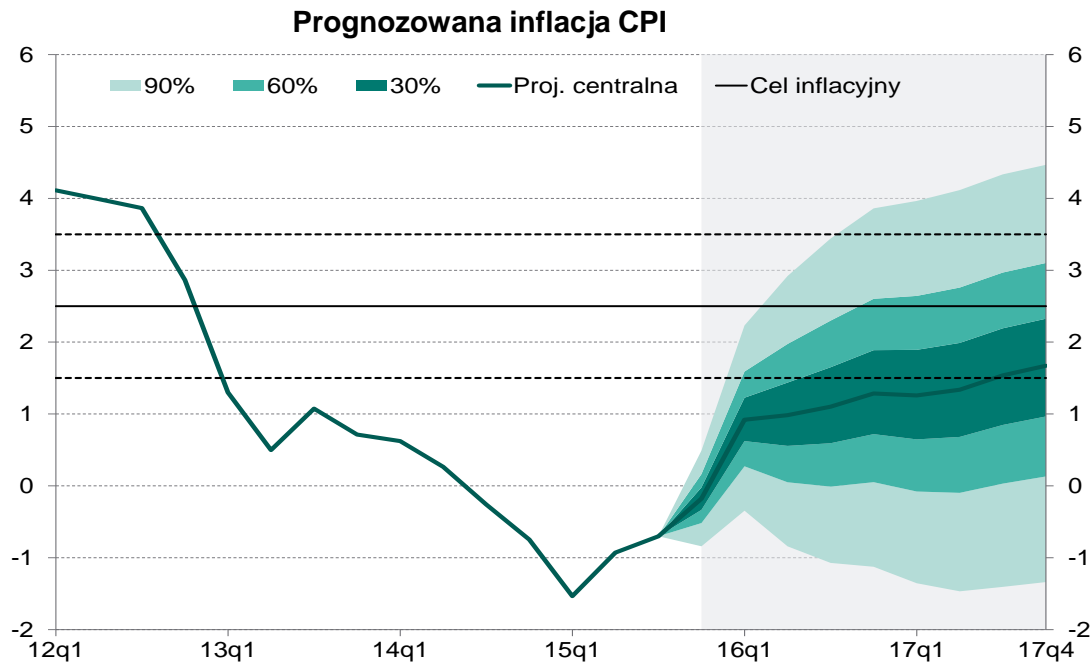
Źródło: Szybki Monitoring NBP.

Kurs złotego jest najprawdopodobniej słabszy niż kurs równowagi, co wspiera wzrost gospodarczy i stabilizuje CPI



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

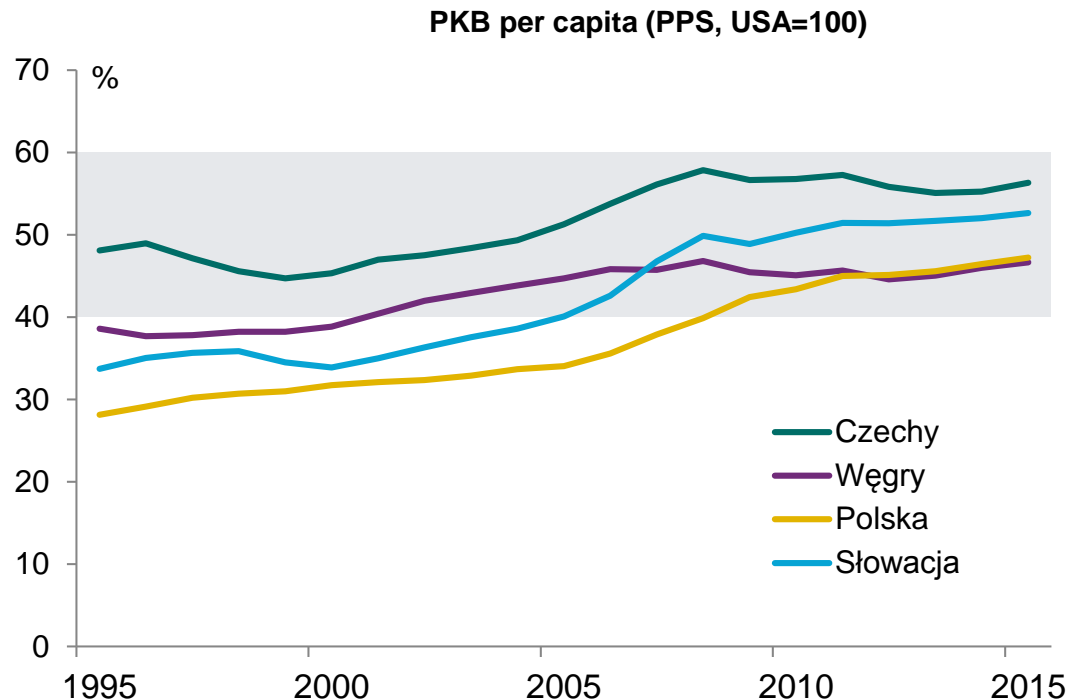
Prognozy wskazują, że inflacja CPI powinna stopniowo zbliżać się поближе celu inflacyjnego NBP



Źródło: projekcja NBP z listopada 2015 r.

Największe wyzwania stoją przed polityką strukturalną

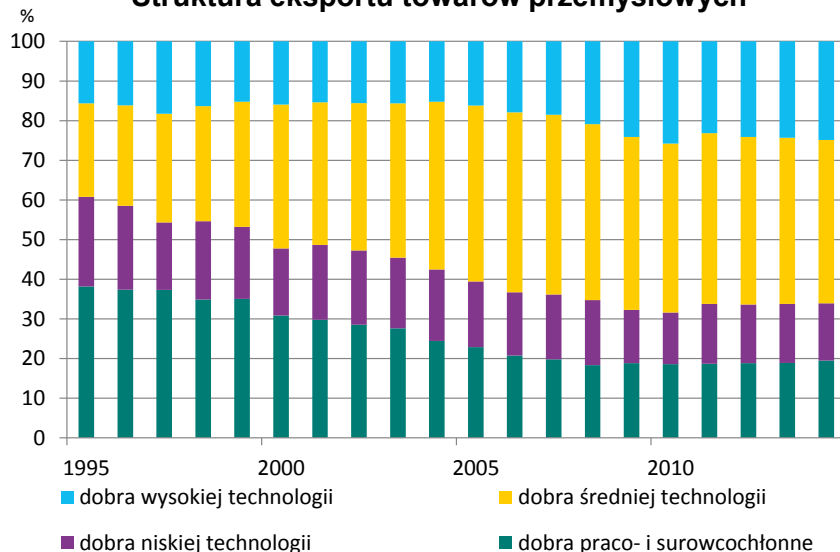
Doświadczenia wielu krajów (m.in. Hiszpanii, Portugalii, Grecji) pokazują bowiem, że po okresie szybkiej konwergencji do poziomu 40-60% PKB USA, proces doganiania może spowolnić



Źródło: dane MFW.

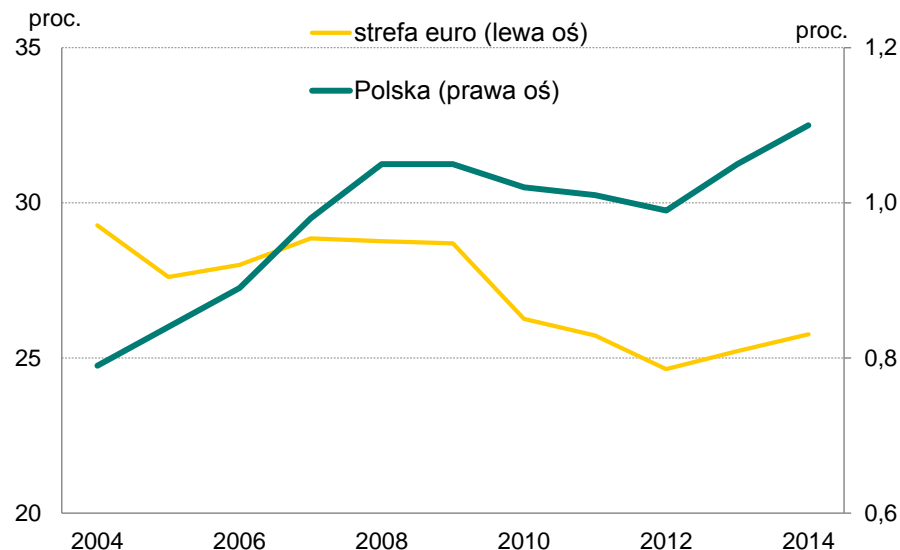
Mimo że w ostatnich latach nastąpił wzrost konkurencyjności polskiej gospodarki i zaawansowania technologicznego polskiego eksportu...

Struktura eksportu towarów przemysłowych



Źródło: dane UNCTAD.

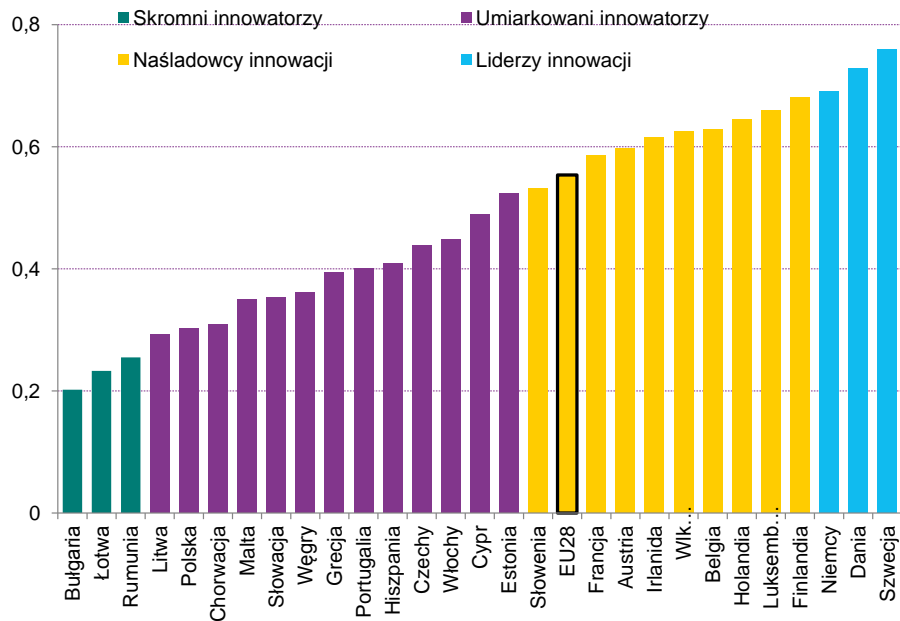
Udział eksportu Polski w eksporcie światowym



Źródło: dane Eurostat.

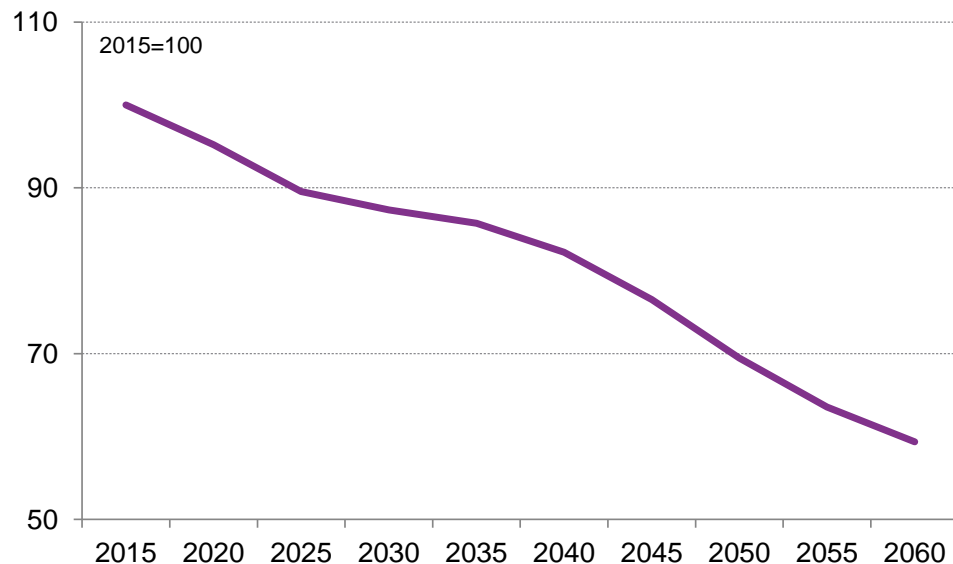
...to jednak poziom innowacyjności polskiej gospodarki pozostaje niski, co – wraz z pogłębieniem się negatywnych zmian demograficznych – stwarza ryzyko wpadnięcia w „pułapkę średniego dochodu”

Innovation Scoreboard Index



Źródło: Innovation Scoreboard Union 2015.

Prognozowana liczba osób w wieku 20-64 w Polsce



Źródło: prognoza ONZ.



NBP

Narodowy Bank Polski

www.nbp.pl